

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

SCUOLA DI DOTTORATO DI GIURISPRUDENZA

Dottorato di ricerca in:

***DIRITTO PRIVATO EUROPEO DEI RAPPORTI PATRIMONIALI,
CIVILI E COMMERCIALI***

XVI CICLO/2011

TITOLO DELLA TESI DI DOTTORATO

***Gli obblighi di informazione a carico dell'intermediario finanziario:
natura giuridica e rimedi***

***- Die Aufklärungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens:
Rechtsnatur und zivilistische Rechtsbehelfe -***

REALIZZATA IN COTUTELA CON L'UNIVERSITÀ DI REGENSBURG

S.S.D. IUS/01

Coordinatori: *per l'Università di Verona*

Prof. Tommaso Dalla Massara

per l'Università di Regensburg

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Dieter Henrich

Tutori: *per l'Università di Verona*

Prof. Stefano Troiano

per l'Università di Regensburg

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Dieter Henrich

Dottorando: Dott.ssa Emanuela Ruffo

“liberalizzare i mercati finanziari per seguire

gli istinti da giocatore di casinò

fa crescere le probabilità di crisi

perché, al contrario dei casinò,

i mercati finanziari sono legati

in maniera inestricabile con l’economia reale”

L. SUMMERS-V. SUMMERS,

When Financial Markets Work Too Well: A Case for a Securities Transaction Tax,

in Journal of Financial Services Research, 3, 1989

Indice

CAPITOLO PRIMO: Il quadro normativo 7

1. La normativa europea in materia di intermediazione finanziaria	7
1.1 La direttiva 1993/22/Cee	7
1.2 La direttiva MiFID: una maggiore tutela per l'investitore	9
1.3 La proposta di direttiva MiFID II	16
2. L'attuazione delle cennate direttive negli Stati membri	18
2.1 L'esperienza italiana: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ed il Regolamento Consob n. 11522/1998	19
2.2 L'esperienza tedesca: il Wertpapierhandelsgesetz del 16.07.1994 e la Proposta di legge del 27.10.2011	20

CAPITOLO SECONDO: La struttura del rapporto: il profilo soggettivo 27

1. L'intermediario finanziario	27
1.1 Il mediatore creditizio	31
1.2 L'agente di affari in attività finanziaria	36
1.3 Il promotore finanziario	37
1.4 Il consulente finanziario	39
2. L'investitore	42
2.1 L'investitore alla luce della normativa anteMiFID	43
2.1.1 Il concetto di operatore qualificato nella normativa ante riforma	43

2.1.2 (segue) La dichiarazione scritta del legale rappresentante ex art. 31 Reg. Consob n. 11522/1998 al vaglio della giurisprudenza italiana	50
2.2 L'investitore nella normativa postMiFID	63
2.2.1 La riclassificazione della clientela: la regola dell'ascensore	70
2.2.2 Dall'operatore qualificato al cliente professionale su ri- chiesta: i nuovi presupposti	71

CAPITOLO TERZO: Il profilo oggettivo **77**

1. Il contratto quadro (o c.d. master agreement)	77
1.1 Il contenuto	77
1.2 La natura giuridica	82
1.3 La forma del contratto	89
1.4 Vicende legate al contratto quadro	99
1.4.1 Mancata sottoscrizione da parte dell'intermediario	100
1.4.2 Mancato adeguamento alla normativa sopravvenuta . . .	101
2. Le successive operazioni finanziarie	105
2.1 La natura giuridica	105
2.2 La forma delle successive operazioni	109
2.3 Profili di ordine processuale	114
2.4 Quale rapporto sussiste tra il primo e i secondi?	116
3. In particolare: il contratto derivato	118
3.1 Origine, nozione e tipologie contrattuali	119
3.2 Natura giuridica	125
3.3 Derivati a scopo di copertura e derivati a scopo speculativo . . .	128
3.4 (segue) La mancanza della causa concreta del contratto derivato al vaglio della giurisprudenza	134

CAPITOLO QUARTO: Il contenuto dell’obbligo di informazione “adeguata” e i rimedi conseguenti alla sua violazione: l’esperienza italiana.	137
---	------------

PARTE PRIMA: Il contenuto dell’obbligo di informazione	137
---	------------

1. La nozione di informazione	138
1.1 L’obbligazione di informare	138
1.2 (segue) L’obbligazione di consigliare	144
1.3 (segue) L’obbligazione di mettere in guardia	147
2. Il contenuto dell’obbligo di informazione previsto a carico degli intermediari finanziari	148
2.1 L’informazione passiva (le cc.dd. know your costumer rule e know your merchandise rule)	149
2.2 L’informazione attiva: la valutazione di adeguatezza (la c.d. suitability rule)	159
2.3 (segue) L’appropriatezza (c.d. Appropriateness rule)	169
2.4 (segue) La best execution rule	171

PARTE SECONDA: I rimedi	177
--------------------------------	------------

3. I rimedi restitutori	177
3.1 L’azione di annullamento del contratto per vizio del consenso . .	179
3.2 Gli orientamenti maggioritari: il dibattito tra l’azione di nullità e l’azione di risoluzione per inadempimento.	184
3.3 L’intervento delle Sezioni Unite nn. 26724 e 26725 del 2007 . . .	192

3.4 (segue) Il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento (o di buona fede): le critiche avanzate dalla dottrina più recente.	194
4. I rimedi risarcitori.	204
4.1 Responsabilità contrattuale ed oneri probatori	206
4.2 L'incidenza del comportamento del cliente sulla quantificazione del danno	213
4.3 La responsabilità precontrattuale per comportamenti cui sia seguita la stipulazione di un valido contratto: il contributo giurisprudenziale	218
4.4 La responsabilità precontrattuale nell'ipotesi di contratto validamente concluso: l'individuazione del danno risarcibile	221

CAPITOLO QUINTO: Il contenuto dell'obbligo di informazione "adeguata" e i rimedi conseguenti alla sua violazione: l'esperienza tedesca. 227

PARTE PRIMA: Il contenuto dell'obbligo di informazione 227

1. Una breve premessa	228
2. Il contenuto dell'obbligo di informazione ex § 31 WpHG	228
2.1 L'obbligo di eseguire l'interesse del cliente (§ 31, I, Nr. 1 WpHG)	229
2.2 Il § 31, II, Nr. 1 e Nr. 2	231
3. La natura giuridica e il contenuto degli obblighi informativi al vaglio della dottrina tedesca	233
3.1 Le prime ricostruzioni dottrinali: la natura pubblicistica dell'obbligo	233

3.2 (segue) L'orientamento più recente: la teoria della doppia natura giuridica della norma	236
3.3 Il contenuto: i diversi tipi di informazione	243
4. Il contenuto degli obblighi informativi al vaglio della giurisprudenza tedesca	244
4.1 I primi orientamenti della giurisprudenza	244
4.2 (segue) Il più recente orientamento della giurisprudenza tedesca: la tesi del <i>Beratungsvertrag</i>	249
 PARTE SECONDA: Il rimedio riconosciuto a favore dell'investitore: il solo risarcimento del danno	 258
5. Cenni introduttivi	258
6. La prima ricostruzione giurisprudenziale	259
6.1 La riconducibilità della fattispecie alla violazione del § 823, secondo comma BGB per inosservanza di una norma di legge .	259
7. L'attuale orientamento della giurisprudenza	263
7.1 La pretesa risarcitoria per violazione del § 311, secondo comma BGB e la conseguente liquidazione del danno: il richiamo all'istituto della c.d. <i>Naturalrestitution</i> ex § 249 BGB	263
 CONCLUSIONI	 271
1. Premessa	271
2. L'obbligo informativo a carico degli intermediari finanziari quale obbligo di consulenza	272

3. La nullità del contratto di intermediazione finanziaria per violazione dell'obbligo informativo quale rimedio “adeguato”	274
4. La qualificazione della responsabilità dell'intermediario in termini di responsabilità da contatto sociale qualificato: contributo all'individuazione di un rimedio “effettivo” a tutela dell'investitore	276
ZUSAMMENFASSUNG	281
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	313

CAPITOLO PRIMO: Il quadro normativo

SOMMARIO: 1. LA NORMATIVA EUROPEA IN MATERIA DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA - 1.1 LA DIRETTIVA 1993/22/CEE - 1.2 LA DIRETTIVA MIFID: UNA MAGGIORE TUTELA PER L'INVESTITORE - 1.3 LA PROPOSTA DI DIRETTIVA MIFID II - 2. L'ATTUAZIONE DELLE CENNATE DIRETTIVE NEGLI STATI MEMBRI - 2.1 L'ESPERIENZA ITALIANA: IL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 ED IL REGOLAMENTO CONSOB N. 11522/1998 - 2.2 L'ESPERIENZA TEDESCA: IL WERTPAPIERHANDELSGESETZ DEL 16.07.1994 E LA PROPOSTA DI LEGGE DEL 27.10.2011

1. La normativa europea in materia di intermediazione finanziaria

1.1 La direttiva 1993/22/Cee

Negli ultimi trent'anni, l'intermediazione finanziaria ha assunto notevole rilevanza ed anche la cospicua evoluzione normativa che l'ha vista protagonista ne è la prova.

Dalla seconda metà degli anni Ottanta ad oggi il legislatore europeo, infatti, ha cercato di predisporre una normativa che potesse fornire una “generalizzata” tutela sia dell'investitore che dell'integrità del mercato in sé e per sé considerato.

La direttiva 1993/22/Cee del Consiglio del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, ha rappresentato senz'altro il primo intervento normativo completo in materia.

Uno dei suoi principali obiettivi, come si legge tra i Considerando della direttiva stessa, era rappresentato dalla necessità di proteggere gli investitori,

tenendo necessariamente conto “*delle varie esigenze di tutela delle diverse categorie d’investitori e del loro livello di esperienza professionale*”¹.

Per realizzare ciò, il Consiglio europeo ha elaborato una serie di principi generali, di cui all’articolo 11 della direttiva 1993/22/Cee², che gli Stati membri avrebbero dovuto pedissequamente seguire nell’elaborazione delle norme nazionali di comportamento degli intermediari.

Già in questo primo contesto, quindi, sono stati posti alcuni obblighi di informazione a carico degli intermediari, seppur sotto forma di principi generali. Il legislatore europeo del 1993 ha previsto, infatti, l’obbligo dell’intermediario di informarsi sulla situazione finanziaria del cliente, sulla sua esperienza in materia di investimenti e sul suo obiettivo per quanto concerne il servizio richiesto, nonché l’obbligo di trasmettere allo stesso tutte le informazioni utili nell’ambito del negoziato.

Il tentativo di tutela dell’investitore è stato realizzato mediante l’introduzione di precetti effettivamente di notevole significato: ci si riferisce non solo all’agire in modo leale ed equo, con la competenza, l’impegno e la diligenza necessari ma, in particolare, al concetto di “agire nell’interesse dei clienti e

¹Trentaduesimo Considerando della direttiva 1993/22/Cee.

²L’articolo 11, comma primo, così recita: “*Gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza. Tali norme devono porre in atto almeno i principi di cui ai trattini seguenti e devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio. Se opportuno, gli Stati membri applicano queste norme anche ai servizi accessori i cui all’allegato, sezione C. questi principi obbligano l’impresa di investimento a: - agire, nell’esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell’interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell’integrità del mercato; - agire con la competenza, l’impegno e la diligenza necessari, nell’interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell’integrità del mercato; - disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace; - informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti; - trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell’ambito dei negoziati con i suoi clienti; - sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo; - conformarsi a tutte le normative applicabili all’esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l’integrità del mercato*”.

dell'integrità del mercato"³.

La portata innovativa di quest'ultimo, come vedremo nel terzo capitolo, si è manifestata non solo dall'incisività con cui lo stesso ha agito (o avrebbe dovuto agire), al fine di risanare quella asimmetria informativa presente nella prassi nei rapporti tra intermediario ed investitore, ma ha rappresentato una riflessione interessante anche per tutti quei rapporti, più in generale, in cui vi è un effettivo e significativo squilibrio di forze contrattuali⁴.

Come vedremo, tale direttiva è stata poi debitamente attuata nei diversi Stati membri. L'esperienza che verrà maggiormente presa in considerazione nel presente lavoro, oltre naturalmente a quella domestica, sarà quella tedesca, che si presenta particolarmente interessante ai fini di una proficua comparazione e dei problemi sollevati dalla direttiva e delle diverse soluzioni per essi elaborate⁵.

1.2 La direttiva MiFID: una maggiore tutela per l'investitore

L'ultimo Considerando della direttiva 1993/22/Cee aveva preannunciato che la continua evoluzione del settore dei servizi d'investimento avrebbe necessariamente portato a successive "modifiche tecniche delle regole dettagliate" presenti nella direttiva del 1993. E così è stato.

Circa dieci anni dopo, infatti, la direttiva 1993/22/Cee veniva abrogata da un'altra direttiva, la 2004/39/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio,

³La formulazione letterale è la seguente "*agire nell'interesse, per quanto possibile, dei clienti*". Vedremo che il "*per quanto possibile*" verrà meno nell'attuazione italiana della direttiva (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

⁴Tale squilibrio nei rapporti contrattuali, nella maggioranza dei casi, emerge da un punto di vista soggettivo, ossia relativamente ai diversi profili dei soggetti coinvolti. Tale differenziazione soggettiva, tuttavia, si riverbera poi sul piano della formazione, nonché dell'esecuzione dell'accordo negoziale.

⁵In particolare, i principi generali di cui all'art. 11 della direttiva 1993/22/Cee, elaborati dai legislatori italiano e tedesco, sono tutt'ora disciplinati dall'art. 21 del citato TUF e dal § 31 del WpHG.

del 21 aprile 2004⁶.

Quest'ultima, chiamata comunemente MiFID⁷, ha rappresentato il primo dei livelli regolamentari previsti dal c.d. metodo Lamfalussy⁸, approvato con il Consiglio Europeo di Stoccolma del 2001⁹.

⁶L'articolo 69, infatti, ne ha previsto l'abrogazione con effetto dal primo novembre 2007.

⁷L'acronimo sta per *Markets in Financial Instruments Directive*.

⁸Seguiranno, infatti, la direttiva di secondo livello 2006/73/Ce (che detta disposizioni in materia di condotta e organizzazione degli intermediari che prestano servizi e attività di investimento) ed il regolamento di attuazione 1287/2006/UE (relativo alla disciplina dei mercati e in particolare alle questioni della trasparenza *pre-* e *post-trade*). Successivamente, verranno emanate, da parte del *Committee of European Securities Regulators* (CESR), alcune linee guida dirette ad assicurare un'omogenea ricezione e applicazione a livello nazionale dei tre cennati atti normativi. Per un'ampia ricostruzione, si rinvia all'intervento di LUCARELLI, raccolto in *La regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Ed. Scientifiche Italiane, 2010, pp.15 e ss., volume che raccoglie gli atti del Convegno tenutosi nei giorni 30 novembre – 1 dicembre 2007 presso l'Università del Salento.

⁹Questo metodo è stato elaborato da Baron Alexandre Lamfalussy ed è stato poi adottato dal Consiglio europeo di Stoccolma. La risoluzione del Parlamento europeo sul Consiglio europeo di Stoccolma del 23-24 marzo 2001 è stata la seguente: “*Il Parlamento europeo, vista la relazione finale del Comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari e la sua precedente risoluzione sull'argomento, vista la risoluzione del Consiglio europeo su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari nell'Unione europea: 1. condivide l'obiettivo di pervenire ad un mercato unico dei valori mobiliari europei entro la fine del 2003 in virtù di un processo decisionale più efficace fra le tre principali istituzioni; 2. prende atto della risoluzione del Consiglio europeo quale utile accordo fra due delle tre istituzioni in grado di consentire l'avanzamento di tale processo ed attende con impazienza il raggiungimento di un accordo con il Consiglio e la Commissione sul meccanismo di salvaguardia delle procedure democratiche e della trasparenza, inclusi l'accesso da parte del Parlamento europeo a tutti i documenti destinati al Comitato dei valori mobiliari e al Comitato delle autorità di regolamentazione, di cui è stata proposta la creazione, e un periodo di tre mesi durante il quale il Parlamento possa esaminare i progetti di misure di applicazione sottoposti al Comitato dei valori mobiliari; 3. ritiene tuttavia che, allo scopo di salvaguardare l'equilibrio istituzionale e di garantire il controllo democratico sulle misure di applicazione, la Commissione dovrebbe impegnarsi, nel quadro di un codice di condotta o di un analogo meccanismo vincolante, a non opporsi ad una risoluzione del Parlamento europeo in cui si stabilisca che i progetti di misure di applicazione sottoposti al Comitato dei valori mobiliari superano le misure di applicazione previste nella legislazione quadro, o che non sono stati elaborati nel rispetto degli obblighi di trasparenza e di consultazione, e a presentare misure modificate o una proposta legislativa nell'ambito della procedura di codecisione; 4. (...) 5. sottolinea che, in attesa di tale riesame, il Parlamento europeo garantirà un efficace controllo democratico sulla legislazione in materia di valori mobiliari sfruttando pienamente i suoi poteri di codecisione, garantendo per il*

La necessità di questa “sostituzione”¹⁰ è stata rinvenuta nell’incremento, tra la seconda parte degli anni ’90 ed i primi anni 2000, del numero degli investitori e della gamma dei servizi e degli strumenti offerti nei mercati finanziari¹¹.

La direttiva MiFID, definita “ad armonizzazione massima”, ha impedito che gli Stati membri introducessero obblighi diversi ed ulteriori¹². Di conseguenza, essa ha costituito da subito un effettivo “*level playing field*”, che avrebbe dovuto facilitare la concorrenza transfrontaliera.

Lo scopo della nuova direttiva era costituito dal raggiungimento di un quadro giuridico comunitario del mercato dei servizi e delle attività di investimento e dei mercati regolamentati, che disciplinasse tutto il complesso di attività destinate agli investitori, assicurando un grado di armonizzazione tale da offrire a quest’ultimi “un livello elevato di protezione”¹³.

tramite di emendamenti che tutti gli elementi essenziali siano inclusi nella proposta legislativa e sorvegliando con particolare attenzione le misure di applicazione che potrebbero superare i poteri di esecuzione previsti nella legislazione di base; afferma inoltre che il Parlamento parteciperà attivamente al Comitato di sorveglianza di cui si propone la creazione; 6. incarica la sua Presidente di trasmettere la presente risoluzione alla Commissione e al Consiglio nonché ai capi di Stato e di governo degli Stati membri e al Forum dei comitati europei per i valori mobiliari”.

¹⁰Il secondo considerando della Direttiva 2004/39/Ce si conclude proprio così: “è necessario che la direttiva 93/22/Cee sia sostituita da una nuova direttiva”.

¹¹Cfr. TOMMASINI, *Commentario breve al diritto dei consumatori*, sub art. 21 TUF, Cedam, 2010.

¹²Il criterio della “armonizzazione massima” impone agli stati di applicare esclusivamente le norme contenute nella direttiva, in questo modo impedendo agli Stati Membri di esercitare la facoltà di applicare un livello di protezione più elevato di quello individuato ed apprestato dalla direttiva. Su tale nuova tecnica di intervento del legislatore comunitario, si vedano le acute osservazioni di SOMMA, *Introduzione critica al diritto europeo dei contratti*, Giuffrè, 2007, p. 32 ss., il quale, tra l’altro, avverte che “il principio dell’armonizzazione massima mette in discussione il ruolo della direttiva comunitaria come strumento volto a preservare uno spazio di manovra alla politica nazionale”. Si veda altresì D’AMICO, *Direttiva sui diritti dei consumatori e Regolamento sul Diritto comune europeo della vendita: quale strategia dell’Unione europea in materia di armonizzazione?*, in *I Contratti*, 2012, 612.

¹³Secondo Considerando della direttiva 2004/39/Ce. Sul punto, MEUCCI, “*Operatore qualificato*” nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l’impatto della direttiva MiFID, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 649 ss.; CAPOBIANCO, *Regolamen-*

Il c.d. “sistema MiFID” si è articolato in tre atti normativi: la direttiva di primo livello 2004/39/Ce (c.d. direttiva MiFID), la direttiva di secondo livello 2006/73/Ce (c.d. esecutiva) ed il regolamento di secondo livello n. 1287/2006, relativo alle operazioni di negoziazione, alla trasparenza dei mercati di negoziazione ed all’ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni.

Esso ha ridisegnato la tutela dell’investitore, specificando ed arricchendo alcune regole di condotta, che qui brevemente verranno elencate a mero titolo esemplificativo¹⁴.

Innanzitutto, la classificazione della clientela¹⁵ in “controparte qualifica-

tazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori. Le ragioni di un convegno, in La regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori, Ed. Scientifiche Italiane, 2010, pp.23 e ss.

¹⁴Ci si occuperà nel prosieguo di analizzare in modo più approfondito gli aspetti rilevanti relativi a tali regole di condotta, nonché alle conseguenze derivanti dalla loro violazione. In particolare sulla MIFID e sulla corrispondente normativa primaria e secondaria di attuazione, si veda FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in *Contr.*, 2007, 583 ss.; SANGIOVANNI, *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell’intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contr.*, 2007, 243 ss.; BASTIANON, *L’integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell’Unione Europea*, 2008, 255 ss.; DURANTE, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta “flessibili” per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. mer.*, 2008, 628 ss.; PONTIROLI-DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell’intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, 151 ss.; RINALDI, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008 12 ss.; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria dopo l’attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.; SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l’attuazione della MIFID*, in *Contr.*, 2008, 173 ss.; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.; REGALDO, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all’adozione del sistema MIFID*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 211 ss..

¹⁵Contenuta nei numeri 10, 11 e 12 del primo articolo della direttiva, che si occupa di definire alcuni concetti importanti.

ta”¹⁶, “cliente professionale”¹⁷ e “cliente al dettaglio”¹⁸. Questa suddivisione ha nella pratica un ruolo fondamentale, in particolar modo in relazione alla valutazione dell’adeguatezza dell’informazione cui l’intermediario è obbligato.

La direttiva del 2004, inoltre, ha previsto una rigida disciplina del conflitto di interesse ed ha introdotto il concetto di “*best execution*”, ovvero di “esecuzione dell’ordine alle migliori condizioni”, in base al quale gli intermediari sono stati obbligati a dotarsi di una procedura in grado di “instradare” gli ordini verso la sede di negoziazione che offre le condizioni migliori di esecuzione, “(...) tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento (...)”¹⁹.

Altri aspetti rilevanti sono rappresentati dalla definizione di un più complesso assetto delle regole di conoscenza del cliente e di valutazione delle sue disposizioni, facente leva sulle nozioni di “adeguatezza” (*suitability*), di “appropriatezza” (*appropriateness*) e di “mera esecuzione degli ordini” (*executiononly*), nonché, infine, dall’estensione della nozione di strumenti finanziari e dall’ampliamento del novero dei servizi di investimento, con inclusione tra questi ultimi della consulenza in materia di investimenti.

In particolare, l’articolo 19 rubricato “Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti” rappresenta la “disposizione-chiave”, se così possiamo dire, del tema che verrà affrontato nel presente lavoro²⁰.

¹⁶Come vedremo nel prossimo capitolo, sono i clienti meno tutelati. Si legga, BRUNO-ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MIFID*, in *Le Società*, 2007, p. 277.

¹⁷Anche loro godono di una tutela attenuata, in particolare dal punto di vista informativo.

¹⁸Ovvero i clienti non professionali.

¹⁹Art. 21, primo comma della direttiva 2004/39/Ce

²⁰Art. 19 direttiva 2004/39/Ce, rubricato “Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ai clienti: “1. Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui ai paragrafi da 2 a 8. 2. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing,

Questa norma è molto importante perché introduce una dettagliata disciplina dei doveri di informazione da parte dell'intermediario nei confronti della clientela: oltre alla previsione dei "nuovi" concetti di informazione attiva e di informazione passiva (di cui diremo)²¹, essa obbliga gli intermediari

indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni di marketing sono chiaramente identificabili come tali. 3. Ai clienti o potenziali clienti vengono fornite in una forma comprensibile informazioni appropriate: sull'impresa di investimento e i relativi servizi; sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, ciò dovrebbe comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; sulle sedi di esecuzione e sui costi e gli oneri connessi, cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. Tali informazioni possono essere fornite in formato standardizzato. 4. Quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente. 5. Gli Stati membri si assicurano che, quando prestano servizi di investimento diversi da quelli di cui al paragrafo 4, le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze e esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente. Qualora l'impresa di investimento ritenga, sulla base delle informazioni ottenute a norma del comma precedente, che il prodotto o il servizio non sia adatto al cliente o potenziale cliente, avverte quest'ultimo di tale situazione. Quest'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato. Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni di cui al primo comma circa le sue conoscenze ed esperienze, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, l'impresa di investimento avverte il cliente o potenziale cliente che tale decisione le impedirà di determinare se il servizio o il prodotto sia adatto a lui. Quest'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato. 6-10. (...).”.

²¹Si anticipa in questa sede che l'informazione attiva riguarda tutte le informazioni che l'intermediario deve dare all'investitore, le quali dovranno essere corrette, chiare, non fuorvianti e appropriate, in modo che lo stesso possa ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che gli vengono proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possa prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. L'informazione passiva, invece, riguarda quelle informazioni necessarie che l'investitore deve richiedere al cliente, al fine di verificare se il prodotto finanziario proposto sia adatto a lui.

a “servire al meglio gli interessi dei loro clienti”²². Vedremo, soprattutto alla luce delle pronunce giurisprudenziali, come quest’ultima previsione sia stata, e sia tutt’oggi, interpretata ed applicata.

Successivamente all’emanazione della direttiva 2004/39/Ce, il 10 agosto 2006 è stata emanata la direttiva 2006/73/Ce recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/Ce, costituente il secondo livello regolamentare del sopra citato metodo Lamfalussy²³.

L’articolo 19 della direttiva MiFID è stato quindi snocciolato, nella direttiva esecutiva, in ben 17 disposizioni (dall’articolo 27 all’articolo 43), nelle quali il legislatore europeo ha tipizzato i contenuti delle varie tipologie di informazioni a carico degli intermediari. Sono state individuate, per esempio, le informazioni riguardanti la classificazione dei clienti (art. 28), gli obblighi generali di informazione (art. 29), le informazioni sull’impresa di investimento e sui suoi servizi (art. 30), le informazioni sugli strumenti finanziari (artt. 31 e 32), le informazioni sui costi e oneri connessi (art. 33), la valutazione dell’adeguatezza e dell’appropriatezza delle stesse (artt. 35, 36 e 37).

La direttiva del 2006 si è occupata, peraltro, di individuare alcuni obblighi di comunicazione *post* esecuzione dell’ordine, ossia l’obbligo di inviare un avviso di conferma dell’esecuzione dell’ordine (art. 40), un rendiconto periodico nell’ipotesi di gestione del portafoglio (art. 41), nonché l’obbligo di “comunicare al cliente al dettaglio eventuali perdite che superino una soglia predeterminata convenuta (...) non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata” (art. 42) e di rendicontare “almeno una volta all’anno” circa gli strumenti finanziari che gli intermediari detengono per conto del cliente (art. 43).

Se la normativa europea è stata piuttosto dettagliata nel definire i diversi contenuti degli obblighi informativi a carico degli intermediari, lo stesso non

²²Primo comma dell’articolo 19. Si ricorda che la direttiva 1993/22/Cee si limitava a prescrivere di “*agire nell’interesse, per quanto possibile, del cliente*”.

²³L’Italia ha attuato questa direttiva attraverso l’emanazione del decreto legislativo n. 164/2007.

si può dire con riferimento alle sanzioni in caso di violazione degli stessi. Infatti, né la direttiva 1993/22/Cee, né il successivo “quadro MiFID”, hanno predisposto alcun regime sanzionatorio in caso di violazione di tali obblighi di comportamento.

Le normative nazionali, in sede di recepimento, non hanno preso in considerazione la disciplina delle conseguenze di eventuali violazioni delle norme sopra citate. L’individuazione degli strumenti a tutela dell’investitore in caso di mancata o falsa informazione, pertanto, risulta ancora oggi un problema aperto²⁴.

1.3 La proposta di direttiva MiFID II

La direttiva MiFID, in vigore dal primo novembre 2007, è stata oggetto di una proposta di modifica, che è stata pubblicata dalla Commissione europea il 20 ottobre 2011²⁵.

Come si evince dai lavori preparatori della *General Department Internal Market of the EU-Commission*²⁶, la Proposta tenta di dare un contributo alla creazione di un mercato unico ed all’accrescimento della fiducia dei consumatori nel mercato finanziario²⁷: per fare ciò, la nuova direttiva dovrà rispettare “*il giusto equilibrio tra l’interesse pubblico (al miglioramento del funzionamento del mercato unico dei valori mobiliari) ed il rapporto costi-*

²⁴L’analisi delle problematiche inerenti i rimedi dell’investitore per violazione, in particolare, degli obblighi informativi, sarà affrontato nell’ultimo capitolo.

²⁵La Proposta ha intrapreso l’iter legislativo suo proprio, che prevede la trasmissione al Parlamento europeo ed al Consiglio e la successiva discussione. L’approvazione della nuova direttiva e del MiFIR è prevista per la fine del 2012.

²⁶Si tratta della relazione del Febbraio 2011.

²⁷Così viene riportato in REIFNER, *Europäische Finanzaufsicht und Verbraucherschutz – Wie kann der Schutz der Verbraucherinteressen in die BaFin integriert werden? Vortrag auf dem 2. Verbraucherschutzforum der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht am 05.10.2011 LVR-Landesmuseum Bonn*, in VuR, 11/2011, p. 410: „Im Fortschrittsbericht der EU-Kommission vom Februar 2011, kündigt zuständige Generaldirektion Markt an, „das Verbrauchervertrauen in den Finanzsektor und den gemeinsamen Markt – auf starken und gesunden Grundlage – wiederherstellen“ zu wollen, wobei dies auch mit „Maßnahmen erfolgen soll, die direkt auf den Schutz des individuellen Verbrauchers abzielen““.

efficienza (...). In particolare, la necessità di trovare un equilibrio tra la protezione degli investitori, l'efficienza dei mercati ed i costi del settore sono stati i punti centrali per l'elaborazione dei requisiti stabiliti dalla Proposta"²⁸.

L'iniziativa si è sviluppata grazie al continuo dialogo e alle numerose consultazioni intercorse tra i maggiori operatori del mercato: dai principali soggetti emittenti ed intermediari, alle diverse categorie di investitori. Fondamentali sono state, inizialmente, le considerazioni emerse nella consultazione pubblica avvenuta tra il 2 dicembre 2010 ed il 2 febbraio 2011, nonché le conclusioni a cui sono giunti i due studi commissionati esternamente, proprio al fine di predisporre la proposta di modifica della MiFID²⁹.

Tale proposta si sviluppa in due strumenti: un nuovo regolamento sui mercati in strumenti finanziari (c.d. MiFIR) ed una nuova direttiva (c.d. MiFID II), che modifica la precedente.

La Proposta, pur mantenendo invariata la struttura della direttiva MiFID, arricchisce quest'ultima di nuovi contenuti, in particolar modo con riferimento alla necessità che sia fornita un'adeguata informativa ai soggetti che intendono investire negli strumenti negoziati in tale mercato e che venga introdotto un nuovo regime di trasparenza per i mercati non azionari (obbligazioni, prodotti finanziari strutturati e derivati).

Per quanto attiene alla tutela degli investitori, sono previsti requisiti più rigorosi per i settori relativi alla gestione del portafoglio, alla consulenza in materia di investimenti, nonché all'offerta di prodotti finanziari complessi³⁰.

La Proposta lascia inalterato il criterio di c.d. "auto-classificazione del cliente", introdotto dalla Direttiva MiFID, in base al quale gli intermediari

²⁸E ancora, come si legge dall'*Explanatory Memorandum* allegato alla Proposta: "*The revision of MiFID therefore constitutes an integral part of the reforms aimed at establishing a safer, sounder, more transparent and more responsible financial system working for the economy and society as a whole in the aftermath of the financial crisis, as well as to ensure a more integrated, efficient and competitive EU financial market*".

²⁹Uno della *Price Waterhouse Coopers* e l'altro della *Europe Economics*. Per una ricostruzione degli antefatti della proposta, si rinvia all'*Explanatory Memorandum* della Proposta, facilmente reperibile sui siti web istituzionali dell'Unione Europea.

³⁰Come per esempio i prodotti strutturati.

classificano i propri clienti al dettaglio sulla base delle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti che questi ultimi affermano di possedere³¹.

Sotto il profilo specifico degli obblighi di informazione, tuttavia, il testo della Proposta non suggerisce particolari novità.

Un certo interesse offre l'articolo 24 (*ex art.* 19 della direttiva 2004/39/Ce), nella *Section 2* intitolata “*Provisions to ensure investor protection*”, rubricato “Principi generali e informazioni ai clienti”. Tra le ulteriori informazioni che devono essere date al cliente, oltre a quelle relative specificatamente agli investimenti c.d. “su base indipendente”, la proposta aggiunge un nuovo comma: “7. *When an investment service is offered together with another service or product as part of a package or as a condition for the same agreement or package, the investment firm shall inform the client whether it is possible to buy the different components separately and shall provide for a separate evidence of the costs and charges of each component ESMA³² shall developed by [...] at the latest, and update periodically, guidelines for the assessment and the supervision of cross-selling practices indicating, in particular, situations in which cross-selling practices are not compliant with obligations in paragraph 1*”.

Nell'ipotesi di vendita di prodotti e/o servizi diversi in un unico “pacchetto”, l'intermediario finanziario dovrà specificare al cliente la possibilità di acquistare anche solo il singolo componente del “pacchetto”. Questo rappresenta, certo, l'esistenza di una volontà – a livello europeo – di rafforzare la tutela dell'investitore, attraverso appunto questi maggiori meccanismi di trasparenza. Non sembra, tuttavia, aver risolto granché rispetto alle difficoltà ed agli ostacoli che tutt'oggi, nella prassi, la richiamata tutela dell'investitore deve affrontare.

³¹Tale schema, tuttavia, è stato fortemente criticato, data la diffusa incapacità dei clienti a fornire una rappresentazione fedele delle proprie competenze finanziarie.

³²ESMA è l'acronimo di *European Securities and Markets Authority*.

2. L'attuazione delle cennate direttive negli Stati membri

2.1 L'esperienza italiana: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ed il Regolamento Consob n. 11522/1998

La prima direttiva in materia di intermediazione finanziaria (la 1993/22/Cee) è stata recepita dal legislatore italiano mediante l'emanazione del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. "decreto Eurosim"), il quale è stato tuttavia abrogato (circa soli due anni dopo) dal "Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"³³, ovvero dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che ha fornito senza dubbio l'occasione per un riordino dell'intera disciplina del mercato mobiliare³⁴.

Il legislatore italiano ha così trasposto nel nostro ordinamento il contenuto della normativa europea relativa agli obblighi informativi, prevedendo all'articolo 21 T.U.F. alcuni principi generali che gli emittenti e gli intermediari sono tenuti ad osservare nello svolgimento dei servizi e delle attività³⁵.

³³La normativa italiana ante direttiva 1993/22/Cee era costituita dalla Legge 2 gennaio 1991, n. 1 "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", c.d. "legge SIM", normativa poi abrogata dal cennato decreto legislativo 415/1996.

³⁴Si leggano, al riguardo, le deleghe del Governo contenute nella Legge 6 febbraio 1996, n. 52 (*Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee – legge comunitaria 1994*).

³⁵L'articolo 21 statuisce che "1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività. 1bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie: a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, an-

La Consob³⁶ ha conseguentemente adottato, con delibera n. 11522 del primo luglio 1998, il Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, il quale, al Libro III rubricato “Prestazioni dei servizi di investimento e accessori e del servizio di gestione collettiva del risparmio”³⁷, ha ripreso le nozioni generali di cui alla direttiva 1993/22/Cee. In particolare, l’Allegato 8³⁸ ha elencato i diversi tipi di informazione che il promotore finanziario deve necessariamente fornire al cliente, già dal primo contatto.

L’emanazione della successiva direttiva 2004/39/Ce ha poi comportato la modifica e l’aggiornamento sia del T.U.F. che del Regolamento Consob.

Il processo di recepimento della c.d. MiFID, nell’ordinamento giuridico italiano, ha avuto inizio con l’approvazione del d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, entrato in vigore il primo novembre 2007, il quale ha apportato una serie di rilevanti modifiche al Testo Unico della Finanza, tra cui al nostro articolo 21.

Anche la Consob ha dovuto aggiornare il sopra citato Regolamento del 1998 e, attraverso l’adozione della delibera n. 15961 del 30 maggio 2007, ha peraltro aggiunto due nuove disposizioni (gli articoli 55-*bis* e 55-*ter*) sempre in tema di obblighi informativi³⁹.

che adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato; c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. 2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente”.

³⁶Commissione nazionale per le società e la borsa.

³⁷In particolare, gli articoli 26, 28, 29, 30, 31 e 48.

³⁸Titolo “Comunicazione informativa sulle principali regole di comportamento del promotore finanziario nei confronti degli investitori”.

³⁹In data 29 ottobre 2007, la Consob ha altresì introdotto - a seguito di consultazione con il mercato - delle pertinenti modifiche ai Regolamenti Intermediari (n. 16190) e Mercati (n. 16191) e, con la pubblicazione congiunta da parte di Consob e Banca d’Italia, ha elaborato un “Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio” (cd. Regolamento congiunto).

2.2 L'esperienza tedesca: il Wertpapierhandelsgesetz del 16.07.1994 e la Proposta di legge del 27.10.2011

Nel 1977, la Commissione del Parlamento tedesco di esperti in Borsa (la BSK)⁴⁰ predispose una prima Raccomandazione concernente le norme di comportamento “europee” per i mercati mobiliari⁴¹. Tuttavia, a livello pratico non ebbe molto successo⁴².

A distanza di dieci anni, nel marzo del 1987, la stessa Commissione elaborò una proposta di direttiva relativa alle prestazioni di servizi finanziari: essa prevedeva regole di tipo organizzativo, ma nessuna regola di condotta. Le prime norme di comportamento furono “aggiunte” su iniziativa della “Commissione economico-sociale”⁴³, che integrò così il testo iniziale della proposta.

Dopo numerosi emendamenti, il lavoro portato avanti dalle Commissioni d'oltralpe diventava parte integrante della direttiva europea 1993/22/Cee.

Il recepimento della direttiva del 1993 avvenne con l'introduzione di una normativa speciale, il *Wertpapierhandelsgesetz* (di seguito, WpHG)⁴⁴, il quale venne successivamente modificato a seguito dell'emanazione della sopra citata direttiva MiFID⁴⁵.

⁴⁰La tedesca „*Börsensachverständigenkommission*“ (BSK) opera già dal 1968 ed é stata una iniziativa del borsa tedesca. Questa Commissione aveva il compito di consigliare il Ministro delle Finanze e l'intero governo in materia di politica del mercato di capitali e preparava raccomandazione e suggerimenti per l'Ufficio del Garante.

⁴¹“*Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen*”, Empfehlung Nr. 77/354 EWG, ABl. EG Nr. L 212/37 v. 20.8.1977. Si legga sul punto BREMER, *Die Börsensachverständigenkommission*, Berlin, 1976; HOPT, *Aktuelle Rechtsfragen der Haftung für Anlage- und Vermögensberatung*, 1985, 92; LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Verlag C.H. Beck, 2004, 24; HOPT, *50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick*, in WM, 40/2009, 1873 e ss.

⁴²Si veda SCHWARK-ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Verlag C. H. Beck, 2010, pp. 1471 e ss.

⁴³Il “*Wirtschafts- und Sozialausschuss*”.

⁴⁴Questo testo legislativo, infatti, è entrato in vigore il primo gennaio 1995.

⁴⁵Per esteso: “*Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (RL 2004/39/EG, MiFID) und der Durchführungsrichtlinie (RL 2006/73/EG) der*

Le norme che qui interessano corrispondono ai §§ 31 e seguenti del WpHG (*Abschnitt 6*), riguardanti proprio gli obblighi di comportamento, di organizzazione e di trasparenza a carico degli intermediari finanziari, così come modificati a seguito dell'attuazione della cennata direttiva MiFID.

Quest'ultima modifica legislativa è intervenuta nell'ordinamento tedesco, infatti, con l'adozione della c.d. "*Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz*" (di seguito, FRUG), entrata in vigore il primo novembre 2007⁴⁶. Vedremo meglio nel terzo capitolo come la FRUG sia intervenuta, in particolare, nel testo del § 31 WpHG⁴⁷.

Kommission".

⁴⁶Si legga BULTMANN-HOEPNER-LISCHKE, *Anlegerschutzrecht*, NJW Praxis, 2009, p. 180; TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2009, pp.155-157.

⁴⁷Il § 31 „Allgemeine Verhaltensregeln“ statuisce che: "(1) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, 1. Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebdienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen, 2. sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und vor Durchführung von Geschäften für Kunden diesen die allgemeine Art und Herkunft der Interessenkonflikte eindeutig darzulegen, soweit die organisatorischen Vorkehrungen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden. (2) Alle Informationen einschließlich Werbemitteilungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kunden zugänglich machen, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Werbemitteilungen müssen eindeutig als solche erkennbar sein. § 124 des Investmentgesetzes und § 15 des Wertpapierprospektgesetzes bleiben unberührt. (...) (3) Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, Kunden rechtzeitig und in verständlicher Form Informationen zur Verfügung zu stellen, die angemessen sind, damit die Kunden nach vernünftigem Ermessen die Art und die Risiken der ihnen angebotenen oder von ihnen nachgefragten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidungen treffen können. Die Informationen können auch in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden. Die Informationen müssen sich beziehen auf 1. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seine Dienstleistungen, 2. die Arten von Finanzinstrumenten und vorgeschlagene Anlagestrategien einschließlich damit verbundener Risiken, 3. Ausführungsplätze und 4. Kosten und Nebenkosten. (...) (4) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung erbringt, muss von den Kunden alle Informationen einholen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen, über die Anlageziele der Kunden und über ihre finanziellen Verhältnisse, die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie

È necessario specificare, già in questa sede, come le disposizioni del WpHG non esauriscano la disciplina tedesca del mercato finanziario. Non appartengono all'ambito applicativo del *Wertpapierhandelsgesetz*, per esempio, i prodotti finanziari complessi (come i certificati), che sono frequentemente oggetto di controversia nella prassi.

Il 27 ottobre 2011, peraltro, il Parlamento tedesco ha approvato un disegno di legge sulle modifiche al diritto degli investimenti finanziari e degli

geeignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können. Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob das konkrete Geschäft, das dem Kunden empfohlen wird, oder die konkrete Wertpapierdienstleistung im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung den Anlagezielen des betreffenden Kunden entspricht, die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sind und der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann. Erlangt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die erforderlichen Informationen nicht, darf es im Zusammenhang mit einer Anlageberatung kein Finanzinstrument empfehlen oder im Zusammenhang mit einer Finanzportfolioverwaltung keine Empfehlung abgeben. (4a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das die in Absatz 4 Satz 1 genannten Wertpapierdienstleistungen erbringt, darf seinen Kunden nur Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfehlen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind. Die Geeignetheit beurteilt sich nach Absatz 4 Satz 2. (5) Vor der Erbringung anderer als der in Absatz 4 genannten Wertpapierdienstleistungen zur Ausführung von Kundenaufträgen hat ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen von den Kunden Informationen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen einzuholen, soweit diese Informationen erforderlich sind, um die Angemessenheit der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für die Kunden beurteilen zu können. Die Angemessenheit beurteilt sich danach, ob der Kunde über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügt, um die Risiken in Zusammenhang mit der Art der Finanzinstrumente, Wertpapierdienstleistungen angemessen beurteilen zu können. Gelangt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgrund der nach Satz 1 erhaltenen Informationen zu der Auffassung, dass das vom Kunden gewünschte Finanzinstrument oder die Wertpapierdienstleistung für den Kunden nicht angemessen ist, hat es den Kunden darauf hinzuweisen. Erlangt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht die erforderlichen Informationen, hat es den Kunden darüber zu informieren, dass eine Beurteilung der Angemessenheit im Sinne des Satzes 1 nicht möglich ist. (...) (6) Soweit die in den Absätzen 4 und 5 genannten Informationen auf Angaben des Kunden beruhen, hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Fehlerhaftigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben seiner Kunden nicht zu vertreten, es sei denn, die Unvollständigkeit oder Unrichtigkeit der Kundenangaben ist ihm bekannt oder infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt. (7) (8) (9) (10) (11) (...).

investimenti in beni patrimoniali⁴⁸, il cui testo prevede anche modifiche al WpHG così come previsto dall'art. 3 della Proposta stessa⁴⁹.

La volontà del legislatore è rinvenibile innanzitutto nella necessità di incrementare la fiducia nel mercato finanziario, che ha recentemente subito le conseguenze derivanti dalla crisi finanziaria⁵⁰.

⁴⁸Der Gesetzentwurf zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagen (VermAnlG) può essere reperito dal sito del Parlamento tedesco, al seguente link: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/17/060/1706051.pdf>.

⁴⁹Articolo 3 „Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes“: *Das Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 14. Juni 2010 (BGBl. I S. 786) geändert worden ist*, wird wie folgt geändert: 1. In § 2 Absatz 2b wird das Wort „und“ durch ein Komma ersetzt und werden nach den Wörtern „Zeichnung von Wertpapieren“ die Wörter „und Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes mit Ausnahme von Anteilen an einer Genossenschaft im Sinne des § 1 des Genossenschaftsgesetzes“ eingefügt. 2. § 2a Absatz 1 Nummer 7 wird wie folgt geändert: a) In Buchstabe c wird am Ende das Wort „oder“ gestrichen. b) Dem Buchstaben d wird das Wort „oder“ angefügt. c) Nach Buchstabe d wird folgender Buchstabe eingefügt: „e) Anbietern oder Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes“. d) Im Satzteil nach dem neuen Buchstaben e werden nach den Wörtern „die nach dem Investmentgesetz öffentlich vertrieben werden dürfen,“ die Wörter „oder auf Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes, die nach dem Vermögensanlagengesetz im Inland öffentlich angeboten werden dürfen,“ eingefügt. 3. § 31 wird wie folgt geändert: a) Dem Absatz 3a Satz 3 wird folgender Satz angefügt: „Bei Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes tritt an die Stelle des Informationsblatts nach Satz 1 das Vermögensanlagen-Informationsblatt nach § 13 des Vermögensanlagengesetzes, soweit der Anbieter der Vermögensanlagen zur Erstellung eines solchen Vermögensanlagen Informationsblatts verpflichtet ist.“ b) In Absatz 9 Satz 2 werden die Wörter „oder Dokument gemäß Absatz 3a Satz 3“ durch die Wörter „oder ein Dokument gemäß Absatz 3a Satz 3 oder 4“ ersetzt. 4. § 39 Absatz 2 Nummer 15a wird wie folgt geändert: a) In Buchstabe a wird das Wort „oder“ durch ein Komma ersetzt. b) Dem Buchstaben b wird das Wort „oder“ angefügt. c) Nach Buchstabe b wird folgender Buchstabe c eingefügt: „c) § 31 Absatz 3a Satz 4 in Verbindung mit Satz 1 ein Vermögensanlagen-Informationsblatt“.

⁵⁰La parte introduttiva del testo di legge recita così: „Die Finanzkrise hat das Vertrauen in die Finanzmärkte erschüttert. Die Änderungen dieses Gesetzes stärken den Anlegerschutz durch die Fortentwicklung der Regulierung im Bereich des so genannten Grauen Kapitalmarkts und einer partiellen Verschärfung der Prospekthaftung. Dies trägt dazu bei, das Vertrauen der Anleger zurück zu gewinnen und damit den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Der Gesetzentwurf ist mit dem Recht der Europäischen Union vereinbar. Die Einordnung von Produkten des bisherigen Grauen Kapitalmarkts als Finanzinstrumente ist, ebenso wie die vorgesehenen Ausnahmen für gewerbliche Vermittler, mit der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) vereinbar“.

Resta da vedere come tale proposta verrà accolta da dottrina e giurisprudenza e quali saranno i suoi prossimi sviluppi.

CAPITOLO SECONDO: La struttura del rapporto: il profilo soggettivo

SOMMARIO: 1. L'INTERMEDIARIO FINANZIARIO - 1.1 IL MEDIATORE CREDITIZIO - 1.2 L'AGENTE DI AFFARI IN ATTIVITÀ FINANZIARIA - 1.3 IL PROMOTORE FINANZIARIO - 1.4 IL CONSULENTE FINANZIARIO - 2. L'INVESTITORE - 2.1 L'INVESTITORE ALLA LUCE DELLA NORMATIVA ANTE MIFID - 2.1.1 IL CONCETTO DI "OPERATORE QUALIFICATO" NELLA NORMATIVA ANTE RIFORMA - 2.1.2 (SEGUE) LA DICHIARAZIONE SCRITTA DEL LEGALE RAPPRESENTANTE EX ART. 31 REG. CONSOB N. 11522/1998 AL VAGLIO DELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA - 2.2 L'INVESTITORE NELLA NORMATIVA POST MIFID - 2.2.1 LA RICLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA: LA REGOLA DELL'ASCENSORE - 2.2.2 DALL'OPERATORE QUALIFICATO AL CLIENTE PROFESSIONALE SU RICHIESTA: I NUOVI PRESUPPOSTI

1. L'intermediario finanziario

Prima di entrare nel cuore della questione oggetto di questa tesi di dottorato, è doveroso individuare quali siano i soggetti coinvolti.

Sarà opportuno infatti qualificare, da un lato attivo, quale sia il soggetto tenuto al rispetto degli obblighi informativi di cui all'art. 21 T.U.F., ovvero l'intermediario finanziario e, da un lato passivo, quale sia il soggetto che invece ha il diritto di ricevere la massima protezione offerta dal nostro ordinamento, ovvero l'investitore.

Al fine di comprendere appieno l'ambito di operatività delle norme che andremo ad esaminare, occorre innanzitutto comprendere cosa si intenda per attività di intermediazione finanziaria.

L'attività di mediazione finanziaria in senso lato, intesa quale attività volta alla gestione e/o amministrazione ed investimento del denaro, comprende

sia l'attività di intermediazione finanziaria in senso stretto, che l'attività di mediazione creditizia.

Rinviando la trattazione di quest'ultima al paragrafo successivo, ci occuperemo ora di verificare cosa si intenda per attività di intermediazione finanziaria.

L'attività di intermediazione finanziaria (in senso stretto) può essere esercitata: (i) in via prevalente ed esclusiva verso il pubblico; (ii) in via prevalente o esclusiva ma non verso il pubblico; (iii) in via occasionale.

La prima ipotesi è disciplinata dall'art. 106 del d. lgs. n. 385 del 1 settembre 1993 (denominato, T.U.B.). Essa è esercitata da intermediari finanziari che mettono a disposizione della clientela un prodotto finanziario, concludendo essi stessi il contratto finale con il consumatore. L'attività di intermediazione finanziaria è caratterizzata dalla "esclusività" e dalla riserva di legge, in quanto può essere esercitata in via esclusiva dai soggetti aventi i requisiti di cui agli artt. 107-108-109 T.U.B. ed iscritti nell'apposito elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia.

La seconda ipotesi si concretizza nell'attività di acquisto e gestione di partecipazioni in altre società collegate e/o controllate. Non si tratta di una attività finanziaria esclusiva in via programmatica ma eventualmente esclusiva in via di fatto, ove la società non svolga, come politica societaria, l'attività economica che ne costituisce l'oggetto sociale ma si limiti allo svolgimento di attività finanziarie verso le società controllate o collegate (non quindi verso il pubblico, come accade invece nella prima ipotesi esaminata).

La terza ipotesi, infine, riveste carattere di attività accessoria ad altre attività economiche sociali, di natura diversa. E' prevista solitamente da una clausola statutaria che permette alla società di svolgere una attività di gestione del denaro allo scopo di meglio perseguire e realizzare l'oggetto sociale⁵¹.

⁵¹Come per esempio, utilizzo del denaro per realizzare operazioni di mercato opportune o necessarie per la competitività dell'azienda, quali investimenti in strumenti aziendali, di marketing, ovvero puri investimenti finanziari, quali acquisto di titoli come forma di inve-

Volendo ora cercare di definire chi sono gli intermediari finanziari, si può innanzitutto osservare che essi sono imprese specializzate nella produzione di strumenti finanziari o nella loro negoziazione e nell'offerta dei servizi di consulenza ad essi connessi.

L'art. 18 T.U.F., comma primo, sancisce che *“l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche”*.

La Consob, acronimo di Commissione nazionale per le società e la borsa, si è occupata successivamente di fornire un elenco di questi soggetti, i quali legittimamente possono produrre e negoziare strumenti finanziari.

Gli intermediari finanziari abilitati ad offrire servizi d'investimento sono⁵²:

(a) società di intermediazione mobiliare (sim) italiane: possono essere autorizzate dalla Consob ad offrire tutti i servizi di investimento;

(b) banche italiane: possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia ad offrire tutti i servizi di investimento;

(c) società di gestione del risparmio (sgr) italiane: possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività di gestione individuale di patrimoni;

(d) intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo Unico bancario e tenuto dalla Banca d'Italia: possono essere autorizzati solo alla negoziazione in conto proprio di strumenti finanziari derivati e al collocamento;

(e) banche di paesi comunitari: possono offrire i servizi per i quali sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza del paese d'origine;

(f) imprese di investimento di paesi comunitari: possono offrire i servizi per i quali sono state autorizzate dall'autorità di vigilanza del paese d'origine;

(g) banche extracomunitarie: possono essere autorizzate dalla Banca d'Italia ad offrire tutti i servizi di investimento;

stimento del denaro a scopo fruttifero, che accrescono il patrimonio aziendale rafforzandolo unitamente all'immagine e potenzialità di mercato della società.

⁵²L'elenco è stato rinvenuto nel sito ufficiale della CONSOB.

(h) agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale tenuto dal Ministero del tesoro: possono svolgere l'attività di negoziazione per conto terzi, collocamento, gestione individuale e ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione.

Tali soggetti abilitati normalmente operano presso le loro sedi e/o filiali, dove il risparmiatore si reca per effettuare investimenti. È possibile, però, che la promozione ed il collocamento di servizi di investimento o prodotti finanziari venga svolta "fuori sede" e quindi, per esempio, anche presso il domicilio del risparmiatore. In quest'ultimo caso, i soggetti abilitati devono avvalersi necessariamente di promotori finanziari che – come vedremo nel prosieguo – devono risultare iscritti in uno specifico albo.

La disciplina dell'intermediazione finanziaria, di cui al T.U.F. e al successivo Regolamento Consob, ha poi subito alcune modificazioni, a seguito dell'emanazione della direttiva europea 2008/48/CE, sui contratti di credito ai consumatori. Il legislatore italiano, intervenuto per il recepimento della stessa con la L. 7.7.2009, n. 88, ha delegato il governo ad emanare uno o più decreti legislativi, allo scopo di estendere anche ai contratti di finanziamento le tutele previste dalla sopra citata direttiva⁵³.

La questione avrebbe bisogno naturalmente di maggior approfondimento, ma considerato che l'oggetto del presente lavoro attiene invece più re-

⁵³Il governo è quindi intervenuto con il d. legis. 13 agosto 2010, n. 141. Tra gli obiettivi di tutela previsti dalla cennata direttiva 2008/48/CE, ricordiamo: *"I consumatori dovrebbero essere protetti contro le pratiche sleali o ingannevoli, in particolare per quanto riguarda la divulgazione di informazioni da parte del creditore, in linea con la direttiva 2005/29/CE (...). Tali informazioni dovrebbero essere fornite in forma chiara, concisa e graficamente evidenziata mediante un esempio rappresentativo"* (Considerando 18); *"Affinché i consumatori possano prendere le loro decisioni con piena cognizione di causa, è opportuno che ricevano informazioni adeguate, che il consumatore possa portare con sé ed esaminare, prima della conclusione del contratto di credito, circa le condizioni e il costo del credito e le loro obbligazioni"* (Considerando 19); *"Il consumatore deve essere informato in modo completo, prima di concludere il contratto di credito, a prescindere dalla circostanza che un intermediario del credito partecipi o meno alla commercializzazione del credito. Pertanto, in generale, gli obblighi di informazione precontrattuale dovrebbero applicarsi anche agli intermediari del credito"* (Considerando 24).

strittivamente al contenuto degli obblighi informativi e ai rimedi in caso di loro violazione, si ritiene di dover necessariamente limitare la definizione di intermediario finanziario a quanto sopra.

Tuttavia, prima di definire l'altro soggetto coinvolto nel rapporto contrattuale, l'investitore appunto, occorre chiarire e distinguere brevemente, rispetto al soggetto intermediario finanziario, altre figure professionali che operano nel mercato finanziario e che, come vedremo, non soggiacciono ai doveri informativi imposti *ex art.* 21 T.U.F.. Ci si riferisce, in particolare, alle figure di mediatore creditizio, di agente in affari in attività finanziaria, di promotore finanziario e di consulente finanziario.

1.1 Il mediatore creditizio

L'attività di mediazione creditizia consiste nel mettere in correlazione tra loro chi svolge attività di intermediazione finanziaria (in senso stretto) in via prevalente e verso il pubblico ed i potenziali clienti, persone giuridiche o private, che hanno necessità di accedere ai servizi finanziari offerti dai primi⁵⁴.

Attualmente, il mediatore creditizio è definito dal primo comma dell'art. 128-sexies T.U.B.: “è *mediatore creditizio* il soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma”⁵⁵.

Il mediatore creditizio promuove la conclusione del contratto finanziario, rimanendo in una posizione di neutralità tra le parti⁵⁶.

⁵⁴A differenza del mediatore creditizio che, come vedremo, si limita a mettere in relazione le due parti per promuovere la conclusione del contratto finale, senza esserne parte.

⁵⁵La nozione è stata ripresa dall'art. 2 del d.p.r. 28 luglio 2000, n. 287, il quale dispone che è mediatore creditizio, colui che professionalmente (anche se non a titolo esclusivo), ovvero abitualmente mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche ed intermediari finanziari determinati con la potenziale clientela, al fine della concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma.

⁵⁶Si veda il quarto comma del citato art. 128-sexies T.U.B.: “il *mediatore creditizio* svolge la propria attività senza essere legato ad alcuna delle parti da rapporti che ne possano compromettere l'indipendenza”.

A differenza dell'intermediario finanziario, il quale è parte del contratto (fornendo esso stesso il prodotto finanziario), infatti, il mediatore creditizio è soggetto terzo e imparziale.

La disciplina relativa alla regolamentazione dell'attività di mediazione nella concessione di finanziamenti da parte di banche o di intermediari finanziari trova la propria fonte in una pluralità di disposizioni.

Una delle prime normative che si è occupata di regolamentare l'attività di mediazione è costituita dalla L. 7.3.1996, n. 108, nota anche come legge sull'usura.

Tale normativa ha *in primis* statuito che i soggetti che svolgono attività di mediazione finanziaria devono essere iscritti in un apposito albo, istituito presso il Ministero del tesoro, che si avvale dell'Ufficio italiano cambi (art. 16)⁵⁷.

⁵⁷L'articolo 16 recita infatti: "1. L'attività di mediazione o di consulenza nella concessione di finanziamenti da parte di banche o di intermediari finanziari è riservata ai soggetti iscritti in apposito albo istituito presso il Ministero del tesoro, che si avvale dell'Ufficio italiano dei cambi. 2. Con regolamento del Governo adottato ai sensi dell'articolo 17 della legge 23 agosto 1988, n.400, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi, è specificato il contenuto dell'attività di mediazione creditizia e sono fissate le modalità per l'iscrizione e la cancellazione dall'albo, nonché le forme di pubblicità dell'albo medesimo. La cancellazione può essere disposta per il venire meno dei requisiti indicati al comma 3 e per gravi violazioni degli obblighi indicati al comma 4. 3. I requisiti di onorabilità necessari per l'iscrizione nell'albo di cui al comma 1 sono i medesimi previsti dall'articolo 109 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. 4. Ai soggetti che svolgono l'attività di mediazione creditizia si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del Titolo VI del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e del decreto-legge 3 maggio 1991, n. 143, convertito, con modificazioni, dalla legge 5 luglio 1991, n. 197, e successive modificazioni. 5. L'esercizio dell'attività di mediazione creditizia è compatibile con lo svolgimento di altre attività professionali. 6. La pubblicità a mezzo stampa dell'attività di cui al comma 1 è subordinata all'indicazione, nella pubblicità medesima, degli estremi della iscrizione nell'albo di cui allo stesso comma 1. 7. Chiunque svolge l'attività di mediazione creditizia senza essere iscritto nell'albo indicato al comma 1 è punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da quattro a venti milioni di lire. 8. Le disposizioni dei commi precedenti non si applicano alle banche, agli intermediari finanziari, ai promotori finanziari iscritti all'albo previsto dall'articolo 5 comma 5, della legge 2 gennaio 1991, n. 1, e alle imprese assicurative. 9. Salvo che il fatto costituisca reato più grave, chi, nell'esercizio di attività bancaria, di intermediazione finanziaria o di mediazione creditizia, indirizza una persona, per operazioni bancarie o finanziarie, a un soggetto non abilitato all'esercizio

I soggetti interessati all'iscrizione del sopra menzionato albo devono possedere i requisiti di onorabilità di cui di cui al primo comma dell'art. 109 del d. lgs. 1.9.1996, n. 385: *“ai soggetti che svolgono l'attività di mediazione creditizia si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del Titolo VI del D. Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, e del D.L. 3 maggio 1991, n. 143, convertito, con modificazioni, dalla L. 5 luglio 1991, n. 197, e successive modificazioni”*.

Il richiamo opera in relazione alle norme sulla trasparenza, in particolare agli artt. 115-128 T.U.B.⁵⁸.

Il contenuto dell'attività di mediazione creditizia, invece, viene specificato dal regolamento del governo n. 298 del 2000, adottato ai sensi dell'art. 17 L. 23.8.1988, n. 400⁵⁹, sentiti la banca d'Italia e l'Ufficio italiano cambi, il

dell'attività bancaria o finanziaria, è punito con l'arresto fino a due anni ovvero con l'ammenda da quattro a venti milioni di lire”. Con particolare riguardo all'albo dei mediatori, si segnala come la recente formulazione dell'art. 128-series, secondo comma del T.U.B., introdotto dall'art. 11 d. legis. 13 agosto 2010 n. 141 afferma: *“L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di mediatore creditizio è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'Organismo previsto dall'articolo 128-undecies”*.

⁵⁸Come evidenziato in dottrina da GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2011, 53 ss. Particolare attenzione meritano *“gli artt. 116 e 116 bis sulla pubblicità, l'art. 117 sulla forma scritta dei contratti con l'indicazione dettagliata delle condizioni generali di contratto, senza possibilità di rinvio agli usi, l'art. 118 che considera inefficaci le modificazioni unilaterali del contratto, se non nei modi e nei termini previsti dal Cicer, ed infine il secondo comma dell'art. 127, che introduce una nullità di protezione relativa, perché deducibile solo dal cliente e rilevabile d'ufficio ma solo nell'interesse della parte economicamente più debole”*.

⁵⁹Art. 17, rubricato Regolamenti: *“1. Con decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei ministri, sentito il parere del Consiglio di Stato che deve pronunciarsi entro novanta giorni dalla richiesta, possono essere emanati regolamenti per disciplinare: a) l'esecuzione delle leggi e dei decreti legislativi, nonché dei regolamenti comunitari; b) l'attuazione e l'integrazione delle leggi e dei decreti legislativi recanti norme di principio, esclusi quelli relativi a materie riservate alla competenza regionale; c) le materie in cui manchi la disciplina da parte di leggi o di atti aventi forza di legge, sempre che non si tratti di materie comunque riservate alla legge; d) l'organizzazione ed il funzionamento delle amministrazioni pubbliche secondo le disposizioni dettate dalla legge; e) [Abrogata dall'art. 74, D.Lgs. 3 febbraio 1993, n. 29, e dall'art. 72, D.Lgs. 30 marzo 2001, n. 165] 2. Con decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei ministri, sentito il Consiglio di Stato, sono emanati i regolamenti per la disciplina delle*

quale si occupa altresì di fissare le modalità per l'iscrizione e la cancellazione dall'albo, nonché le forme di pubblicità dell'albo medesimo.

I mediatori creditizi, in base alla normativa contenuta nel regolamento in esame, sono coloro che svolgono professionalmente l'attività di mediazione creditizia e che, come tali, devono risultare iscritti nell'elenco previsto dalla legge.

Alcuni brevi cenni sul contratto di mediazione paiono doverosi. Molto discussa risulta infatti in dottrina la natura della mediazione.

Da un lato, l'orientamento più tradizionale propende per la tesi della contrattualità del rapporto⁶⁰; dall'altro vi sono coloro che sostengono invece

materie, non coperte da riserva assoluta di legge prevista dalla Costituzione, per le quali le leggi della Repubblica, autorizzando l'esercizio della potestà regolamentare del Governo, determinano le norme generali regolatrici della materia e dispongono l'abrogazione delle norme vigenti, con effetto dall'entrata in vigore delle norme regolamentari. 3. Con decreto ministeriale possono essere adottati regolamenti nelle materie di competenza del ministro o di autorità sottordinate al ministro, quando la legge espressamente conferisca tale potere. Tali regolamenti, per materie di competenza di più ministri, possono essere adottati con decreti interministeriali, ferma restando la necessità di apposita autorizzazione da parte della legge. I regolamenti ministeriali ed interministeriali non possono dettare norme contrarie a quelle dei regolamenti emanati dal Governo. Essi debbono essere comunicati al Presidente del Consiglio dei ministri prima della loro emanazione. 4. I regolamenti di cui al comma 1 ed i regolamenti ministeriali ed interministeriali, che devono recare la denominazione di «regolamento», sono adottati previo parere del Consiglio di Stato, sottoposti al visto ed alla registrazione della Corte dei conti e pubblicati nella Gazzetta Ufficiale. 4-bis. L'organizzazione e la disciplina degli uffici dei Ministeri sono determinate, con regolamenti emanati ai sensi del comma 2, su proposta del Ministro competente d'intesa con il Presidente del Consiglio dei ministri e con il Ministro del tesoro, nel rispetto dei principi posti dal decreto legislativo 3 febbraio 1993, n. 29, e successive modificazioni, con i contenuti e con l'osservanza dei criteri che seguono: a) riordino degli uffici di diretta collaborazione con i Ministri ed i Sottosegretari di Stato, stabilendo che tali uffici hanno esclusive competenze di supporto dell'organo di direzione politica e di raccordo tra questo e l'amministrazione; b) individuazione degli uffici di livello dirigenziale generale, centrali e periferici, mediante diversificazione tra strutture con funzioni finali e con funzioni strumentali e loro organizzazione per funzioni omogenee e secondo criteri di flessibilità eliminando le duplicazioni funzionali; c) previsione di strumenti di verifica periodica dell'organizzazione e dei risultati; d) indicazione e revisione periodica della consistenza delle piante organiche; e) previsione di decreti ministeriali di natura non regolamentare per la definizione dei compiti delle unità dirigenziali nell'ambito degli uffici dirigenziali generali».

⁶⁰ AZZOLINA, *Mediazione*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da Vassalli, Utet, 1955, 10; STOLFI, *La mediazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Zanichelli, 1970, 15;

la natura non contrattuale dell'istituto⁶¹.

Secondo i primi, la mediazione avrebbe natura contrattuale poiché non solo la stessa legge sulla mediazione, L. 3.2.1989, n. 39, e i relativi lavori preparatori, qualificherebbero i mediatori come “agenti muniti di mandato a titolo oneroso”⁶², ma altresì poiché l'esercizio della loro attività sarebbe necessariamente subordinata all'iscrizione in un apposito ruolo.

I sostenitori della non contrattualità della mediazione, invece, sostengono che l'attività del mediatore si esaurisca nel mettere in contatto le parti. Il diritto alla provvigione, quindi, discenderebbe dall'“essersi messo in contatto”, da considerarsi quale fatto giuridico in senso stretto, indipendentemente da un accordo espresso o tacito tra le parti. Si tratterebbe quindi di un mero rapporto di fatto.

Merita evidenziare come la recente giurisprudenza di legittimità abbia accolto questo ultimo indirizzo, qualificando la mediazione quale “fatto giuridico”⁶³.

Sotto il profilo della responsabilità, si evidenzia come il mediatore risponda direttamente per violazione dei suoi obblighi (responsabilità da inadempimento) e sia tenuto al risarcimento dei danni arrecati.

In particolare, in tema di obblighi di correttezza e di informazione⁶⁴,

CATAUDELLA, *Mediazione*, in *Enc., Giur.*, XIX, Hoepli, 1990; MARINI, *La mediazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Schlesinger, Giuffrè, 1992, 25; DI CHIO, *Mediazione e mediatori*, in *Digesto comm.*, IX, Utet, 1993, 374.

⁶¹CARRARO, *La mediazione*, Cedam, 1960, 131; MINASI, *Mediazione*, in *Enc. Giur.*, XXVI, Giuffrè, 1976, 35; CATRICALÀ, *La mediazione*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, XII, Utet, 1986, 405; LUMINOSO, *La mediazione*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, XXXI, 3, Giuffrè, 1993.

⁶²Cfr. art. 2 della l. 3.2.1989, n. 39, concernente la disciplina della professione di mediatore.

⁶³Si legga in particolare, CASS., 14 luglio 2009, n. 16382, in *Contr.*, 2009, 1085, con nota di TOSCHI-VESPASIANI, *Mediazione tipica ed atipica e contratto di mandato*.

⁶⁴Ai sensi dell'art. 1759, primo comma, infatti, al mediatore incombe l'obbligo di “*comunicare alle parti le circostanze a lui note, relative alla valutazione alla sicurezza dell'affare, che possono influire sulla conclusione dello stesso*”. Con particolare riferimento a tali obblighi di informazione, merita evidenziare come la giurisprudenza di legittimità si sia dimostrata particolarmente sensibile, specificando per esempio che le circostanze che

si segnala come la Suprema Corte abbia configurato la responsabilità del mediatore come responsabilità da contatto sociale⁶⁵.

La *ratio* consiste non solo nel garantire affidabilità al cliente, bensì anche nell'imporre che colui che agisce come imprenditore risponda dell'esercizio della propria attività di mediatore finanziario.

1.2 L'agente di affari in attività finanziaria

La normativa provvede altresì a distinguere la figura professionale del mediatore creditizio dall'agente di affari in attività finanziaria.

Nella promozione del contratto finale, mentre il mediatore creditizio opera in una posizione di imparzialità tra intermediario finanziario e clientela, l'agente in attività finanziaria opera in dipendenza di un mandato ricevuto dall'intermediatore finanziario per la conclusione del contratto finale con la clientela.

L'art. 128-*quater* del T.U.B., introdotto dal primo comma dell'art. 11 d. lgs. 13 agosto 2010 n. 141⁶⁶, definisce tale figura come “*il soggetto che*

devono essere comunicate al cliente non riguardano solo quelle “accertate”, bensì anche quelle di cui il mediatore ha avuto “*semplicemente notizia*”, o che sono “*accertabili mediante l'ordinaria diligenza*”. In questo senso, si veda CASS., 3 giugno 1993, n. 6219, in *Resp. civ.* 1994, 467, con nota di MORA, *Sull'estensione dell'obbligo di informazione del mediatore ex art.1759 c.c.*; CASS., 11 dicembre 1995, n. 12647, in *Corr. giur.*, 1996, 282, con nota di LUMINOSO, *Il “venerdì nero” della lira approda in cassazione: irreperibilità del mandante e buona fede contrattuale*; CASS., 26 febbraio 1998, n. 2079, in *Danno e resp.*, 1998, 447, con nota di LENER, *Il “venerdì nero” della lira di nuovo in cassazione*, e in *Corr. giur.*, 1998, 661, con nota di DI MAJO, *Il mandatario tra prestazione e decisione*, in *Giust. civ.*, 1998, 929.

⁶⁵In dottrina, sui rapporti tra contratto e “contatto sociale”, si legga: ROPPO, *Il contratto*, Zanichelli, 1977, 268 ss.; ID., *Il “contatto sociale” e i rapporti contrattuali di fatto*, in *Casi e questioni di diritto privato*, a cura di Bessone, Giuffrè, 1993, 1 ss.; BURRI, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, Jus, 1957, 353. Si osserva peraltro come la teoria del contatto sociale, ovvero del *faktischen Vertragsverhältnisse* o meglio definito come “*Schuldverhältnisse ohne primaere Leistungspflichteausgeschaeflichen Kontakt*”, LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, München, 1982, I, Allgemeiner Teil § 13, 100, abbia le proprie origini nella Germania degli anni '40. Ampiamente, sul punto.

⁶⁶Si tratta del decreto di “Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, nonché modifiche del titolo VI del testo unico bancario (decre-

promuove e conclude contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma o alla prestazione di servizi di pagamento, su mandato diretto di intermediari finanziari previsti dal titolo V, istituti di pagamento o istituti di moneta elettronica. Gli agenti in attività finanziaria possono svolgere esclusivamente l'attività indicata nel presente comma, nonché attività connesse o strumentali. L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di agente in attività finanziaria è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'Organismo previsto dall'articolo 128-undecies".

I requisiti per l'iscrizione all'albo degli agenti in attività finanziaria sono indicati dall' art. 128-*quinquies* T.U.B., tra cui vi sono compresi i requisiti di onorabilità e professionalità.

Si osserva, infine, come il legislatore abbia vietato la contestuale iscrizione nell'elenco degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (art. 128-*octies* T.U.B.)⁶⁷.

1.3 Il promotore finanziario

La figura professionale di promotore finanziario è nata ufficialmente nel 1991, con la L. 2 gennaio 1991, n. 1, c.d. Legge sulle Sim, che prevedeva l'istituzione dell'Albo Nazionale dei Promotori di Servizi Finanziari.

Successivamente, il d. lgs. n. 415 del 23 luglio 1996 (c.d. Decreto Eurosim) ha recepito le direttive comunitarie in materia di mercati finanziari, sostituendo la legge sulle Sim e confermando tuttavia l'impianto della professione di promotore finanziario.

E lo stesso ha fatto il Testo unico della finanza, approvato a febbraio del 1998 e attualmente in vigore.

Quest'ultimo, in particolare, si è occupato di fornire una nozione di tale soggetto professionale. Ai sensi dell'art. 31, secondo comma T.U.F., si de-

to legislativo n. 385 del 1993) in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi".

⁶⁷Inoltre, i collaboratori di agenti in attività finanziaria e di mediatori creditizi non possono svolgere contemporaneamente la propria attività a favore di più soggetti.

finisce promotore finanziario “*la persona fisica che, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l’offerta fuori sede. L’attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto*”.

Come abbiamo anticipato all’inizio, in base al T.U.F., i soggetti abilitati devono obbligatoriamente avvalersi di promotori finanziari per l’attività di offerta fuori sede, ossia per quella forma di collocamento che prevede appunto la possibilità di raggiungere il cliente con un’azione promozionale anche al di fuori delle sedi dei soggetti abilitati⁶⁸.

Anche per questi soggetti è richiesta l’iscrizione in un apposito albo, istituito in origine presso la Consob e denominato “Albo unico nazionale dei promotori finanziari” e, successivamente dal primo gennaio 2009, tenuto dall’Organismo per la tenuta dell’albo unico dei promotori finanziari, costituito in forma di associazione tra l’Associazione Nazionale delle società di collocamento di Prodotti Finanziari e di Servizi di Investimento (Assoreti), l’Associazione Nazionale Promotori Finanziari (Anasf) e l’Associazione Bancaria Italiana (Abi)⁶⁹.

Il promotore – agendo nell’interesse di una società di investimento – non risponderà direttamente dell’inadempimento o del danno arrecato, essendone responsabile il soggetto che gli ha conferito l’incarico: “*il soggetto abilitato che conferisce l’incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità*

⁶⁸Il Promotore Finanziario, quindi, è l’unico operatore dell’industria del risparmio autorizzato a incontrare i risparmiatori e a offrire strumenti finanziari e servizi di investimento al di fuori della sede di una Banca, di una Sim o di una Sgr.

⁶⁹L’Organismo è competente: a deliberare le iscrizioni, le cancellazioni dall’albo dei promotori finanziari e le variazioni dei dati in esso contenute e a rilasciare i relativi attestati; ad indire e ad organizzare lo svolgimento delle prove valutative per l’accesso all’albo dei promotori finanziari; ad aggiornare tempestivamente l’albo sulla base dei provvedimenti adottati nei confronti dei promotori dall’Autorità giudiziaria, dalla Consob e dallo stesso Organismo; a verificare la permanenza dei requisiti prescritti per l’iscrizione all’albo. L’organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti con il regolamento 16190 del 29 ottobre 2007 dalla Consob e sotto la vigilanza della medesima.

accertata, in sede penale” (art. 31, terzo comma T.U.F.)⁷⁰.

Va sottolineato che il legislatore è intervenuto più volte in materia di responsabilità del promotore finanziario, creando una disciplina che ha configurato dapprima una responsabilità *ex lege* della Sim e, successivamente, una responsabilità in via solidale con il promotore che ha agito nell’esercizio delle sue incombenze. Tale responsabilità, invero, si configura quale responsabilità oggettiva del soggetto abilitato per il comportamento del proprio promotore⁷¹.

Nella prassi, si era posto il problema della compatibilità tra l’attività di mediatore creditizio e quella di promotore finanziario. La Consob è intervenuta sul punto, affermandone la compatibilità, sulla base della disposizione contenuta all’art. 16 della citata legge sull’usura.

Quest’ultima infatti afferma, al quinto comma, che “*l’esercizio dell’attività di mediazione creditizia è compatibile con lo svolgimento di altre attività professionali*”⁷².

⁷⁰La responsabilità solidale delle società di investimento per danni arrecati a terzi dal promotore finanziario era già stata prevista dall’art. 5, comma quarto della l. 2.1.1991, n. 1, Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari.

⁷¹In dottrina, si legga sul punto: BOCCHICCHIO, *La nuova disciplina del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, 1998, 871; GAGGERO, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Giuffrè, 1997, 124; BOCCHICCHIO, *La figura del promotore finanziario*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 1995, 366; ID., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, XX, Cedam, 1994, 279; ROPPO, *Sim di distribuzione e promotori finanziari nel regime dell’attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Contr. e impresa*, 1992, 47.

⁷²La distinzione tra le due figure professionali emerge da alcune pronunce della Corte di Cassazione. In particolare, per la propria chiarezza, si segnala CASS. 6 aprile 2000, n. 4327 secondo la quale: “*la mediazione (art. 1754 e segg. cod. civ.) ed il contratto atipico di procacciamento d’affari si distinguono sotto il profilo della posizione di imparzialità del mediatore rispetto a quella del procacciatore, il quale agisce su incarico di una delle parti interessate alla conclusione dell’affare e dalla quale, pur non essendo a questa legato da un rapporto stabile ed organico (a differenza dell’agente) può pretendere il compenso. I due rapporti hanno in comune l’elemento della prestazione di una attività di intermediazione finalizzata a favorire fra terzi la conclusione degli affari, onde è sufficiente perché il mediatore ed il procacciatore abbiano diritto al compenso che essi abbiano posto in contatto i*

1.4 Il consulente finanziario

Tra gli aspetti innovativi della più recente disciplina in materia di intermediazione finanziaria di matrice europea, v'è da ricomprendere altresì l'introduzione della figura di consulente finanziario.

L'art. 1, quinto comma T.U.F.⁷³ definisce, tra i servizi e le attività di investimento, l'attività di consulenza in materia di investimenti come *“la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore di servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”*⁷⁴.

La disciplina relativa al consulente finanziario è individuabile agli articoli 18-bis e 18-ter T.U.F.. Tali disposizioni sono state successivamente attuate dalla delibera Consob n. 17130 del 12.1.2010, denominata *“Adozione del regolamento recante norme di attuazione degli articoli 18-bis e 18-ter del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari persone fisiche e società di consulenza finanziaria”*⁷⁵.

soggetti interessati e che l'affare, per effetto del loro intervento, si sia concluso”.

⁷³Così come modificato dal d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, attuativo della direttiva c.d. MiFID. Prima, l'attività di consulenza era riservata esclusivamente ai soggetti intermediari abilitati (art. 1, primo comma, lett. e) della legge Sim).

⁷⁴La distinzione tra attività consulenza personalizzata e non personalizzata ci sarà utile quando affronteremo il tema del contenuto degli obblighi informativi ex art. 21 T.U.F..

⁷⁵Il Regolamento è stato approvato dalla Consob dopo aver predisposto ben due documenti di consultazione, uno del 5 giugno 2008 (Documento di consultazione. Regolamento di attuazione dell'articolo 18-bis del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari) e uno del 18 novembre 2009 (Esiti della prima consultazione e nuovo documento di consultazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-bis e 18-ter del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari). La documentazione è reperibile facilmente on-line al sito www.consob.it. Per un maggior approfondimento, si rinvia in ogni caso a SCIARRONE-ALIBRANDI, *Il servizio di “consulenza in materia di investimenti”: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009; VIZZARI, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2009, 137 ss.; ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia*, a cura di ZITIELLO, Utet,

L'art. 18-bis T.U.F. prevede che *“la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia d'investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. I requisiti di professionalità per l'iscrizione all'albo sono accertati sulla base di rigorosi criteri valutativi che tengano conto della pregressa esperienza professionale, validamente documentata, ovvero sulla base di prove valutative”*⁷⁶.

Inoltre il testo legislativo stabilisce che la Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: *“a) alla formazione dell'albo e alle relative forme di pubblicità; b) all'iscrizione all'albo, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nell'albo; c) alle cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che gli iscritti nell'albo devono rispettare nel rapporto con i clienti, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati; e) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dagli iscritti nell'albo; f) all'attività dell'organismo, con specifico riferimento ai compiti di cui al comma 6; g) all'aggiornamento professionale degli iscritti”*⁷⁷.

Considerato che gli obblighi informativi di cui all'art. 21 T.U.F. (sulle norme di comportamento dei soggetti abilitati) – oggetto della presente trattazione – non si applicano al consulente finanziario, si osservi come il citato regolamento Consob del 2010, all'art. 12, primo comma, preveda che *“nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti*

2009, 433 ss.; ZITIELLO, *I consulenti finanziari*, in *La MiFID in Italia*, a cura di ZITIELLO, Utet, 2009, 473 ss..

⁷⁶Primo comma art. 18-bis T.U.F..

⁷⁷Settimo comma art. 18-bis T.U.F.. La seconda disposizione di legge in materia di consulenza finanziaria è l'art. 18-ter T.U.F., dedicato alle società di consulenza finanziaria. Al riguardo si veda PARACAMPO, *Le società di consulenza: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.

finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza”.

Si tratta difatti di una regola-cardine cui deve improntarsi l'intero operato dei consulenti e la cui inosservanza è certamente idonea a fondare la loro responsabilità civile, indipendentemente dalla violazione di specifiche norme di condotta.

Questa disposizione si riferisce alla “prestazione” del servizio di consulenza: con tale termine la Consob intende probabilmente riferirsi alla intera durata del rapporto, dal momento dei primi contatti fra il consulente finanziario e il cliente (che è ancora “potenziale”, finché non è concluso il contratto) fino alla cessazione della relazione.

Si tratta di una scelta mirante a tutelare il più possibile, anche dal punto di vista dell'estensione temporale, il fruitore dei servizi.

È facile a questo punto evidenziare come la norma di cui al regolamento Consob del 2010 non risulti poi molto diversa dal disposto di cui all'art. 21 T.U.F.⁷⁸.

2. L'investitore

Il presupposto dell'applicazione delle norme poste a tutela dell'investitore presuppone in primo luogo la corretta individuazione dei soggetti che partecipano all'operazione di acquisto da un lato e di vendita dall'altro, del prodotto finanziario.

Il livello di tutela garantito dal legislatore dipende infatti dalla tipologia di cliente: il sistema così graduato sarebbe quindi giustificato dall'esigenza

⁷⁸Per un'analisi sul contenuto degli obblighi informativi in capo ai consulenti finanziaria, dei quali purtroppo non è possibile dare una trattazione esaustiva in questa sede, si rinvia a SANGIOVANNI, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contr.*, 2010, 175 ss.; SANGIOVANNI, *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e resp.*, 2010, 545 ss..

di contemperare la protezione del cliente con la flessibilità e rapidità dei rapporti⁷⁹.

2.1 L'investitore alla luce della normativa anteMiFID

Il concetto di investitore, già nella stesura originaria del T.U.F., non era univoco.

Il primo impianto del testo unico della finanza, infatti, conteneva un'articolazione della tipologia di investitore⁸⁰: il cliente al dettaglio, da un lato, e l'operatore qualificato dall'altro.

Il legislatore, in ossequio alla normativa comunitaria di recepimento, prevedeva la totale applicazione delle norme di protezione con riguardo al primo soggetto, completamente estraneo al mondo dell'intermediazione finanziaria; in relazione al secondo, invece, la quasi totale disapplicazione delle regole di condotta⁸¹.

⁷⁹Come correttamente osservato da GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2011, 53 ss., “*La Investment Services Directive (direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993) aveva già inteso evitare l'applicazione di regole informativa troppo onerose per clienti esperti con conseguente tutela particolarmente pregnante per soggetti qualificati e dotati di specifica conoscenza del mercato e dei servizi finanziari*”.

⁸⁰Il meccanismo di classificazione caratterizza ormai la tecnica legislativa del legislatore europeo, il quale provvede spesso a fornire catalogazioni e definizioni. Sulla bipartizione della clientela si legga in particolare GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2010, 11 ss.

⁸¹Cfr. art. 31, primo comma, Regolamento Consob del 1998. In particolare, sono disapplicate le norme relative al conflitto di interessi, la disciplina delle informazioni, la normativa sull'adeguatezza delle operazioni, la disciplina del contratto con gli investitori ad eccezione del servizio di gestione e, infine, la normativa sulla *best execution*. Con riguardo alla qualificazione di “operatore qualificato” rimandiamo allo specifico paragrafo successivo.

2.1.1 Il concetto di “operatore qualificato” nella normativa ante riforma

La nozione di “operatore qualificato” ha acceso un vivace dibattito sia in giurisprudenza che in dottrina. La *vexata quaestio* riguarda in particolare i requisiti richiesti dalla norma per poter classificare un cliente quale operatore qualificato e, quindi, consentire all’intermediario di evitare l’applicazione delle norme di protezione previste invece per i clienti al dettaglio (ci si riferisce in particolare alla dichiarazione del legale rappresentante che attesti che la società-cliente possieda le specifiche competenze ed esperienze).

Nonostante il superamento della nozione di operatore qualificato operato dalla direttiva MiFID, si osserva che la questione è oggi ancora attuale, posto che la prassi al vaglio delle Corti italiani si riferisce *ratione temporis* alla normativa ante direttiva n. 2004/39/CE⁸².

La nozione di “operatore qualificato” veniva fornita dal regolamento Consob n. 11522 del 1998, il quale all’art. 31, secondo comma, statuiva che “*per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV⁸³, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del*

⁸²In dottrina, si legga BERSANI, in *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, 25, il quale ha osservato che “*pur alla luce delle modifiche operate al T.U.F., al fine di renderlo conforme con la direttiva MIFID, si rende opportuno analizzare la normativa vigente fino all’entrata in vigore del d. lg. 164/2007 in considerazione del fatto che è alla luce delle disposizioni contenute nel T.U.F. ante riforma che sono state decise (e saranno decise) le vertenze giudiziarie intentate dai risparmiatori nei confronti degli operatori professionali*”. Sul punto, si vedano anche TOMMASINI, *La nozione di “operatore qualificato” tra requisiti obiettivi e dichiarazioni autoreferenziali*, in *Riv. Dir. civ.*, 2008, 313 ss.; BRUNO-ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato nell’ordinamento domestico alla luce della disciplina della Markets in financial instruments directive (Mifid)*, in *Le Società*, 2007, 561 ss.; RUGGERI, *L’operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, 2006, 403 ss., reperibile nella rivista online www.diritto bancario.it.

⁸³Acronimo di Società di investimento a capitale variabile.

d. lg. 1.9.1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”.

Gli “operatori qualificati” erano quindi a loro volta suddivisi in tre classi.

La prima comprendeva i soggetti, persone giuridiche e persone fisiche, che professionalmente si occupavano di intermediazione finanziaria.

La seconda e la terza classe (che qui maggiormente ci interessano) erano costituite dalle persone fisiche e giuridiche che, non occupandosi professionalmente di intermediazione finanziaria, dovevano essere considerate come “operatori qualificati” qualora sussistessero determinati requisiti.

Considerato che il cliente classificato “operatore qualificato” non gode pienamente della tutela imposta dall’art. 21 T.U.F.⁸⁴, è evidente come risulti fondamentale comprendere fino in fondo quali siano i presupposti affinché un soggetto, che di fatto non svolgeva direttamente alcuna attività tipicamente finanziaria e che, quindi, astrattamente avrebbe avuto necessità di una protezione massima, subisca tale “etichettatura”.

Con riguardo alle persone fisiche (di cui alla seconda classe sopra individuata), la norma *ante*-MiFID prevede che esse debbano essere ritenute “operatori qualificati” quando “*documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare*”.

⁸⁴L’art. 29 del regolamento Consob n. 11522/98 prevedeva che, nei confronti degli operatori qualificati, gli intermediari fossero tenuti ai soli doveri generali di trasparenza, correttezza e diligenza, ma non agli obblighi di valutazione dell’adeguatezza fra le caratteristiche degli strumenti proposti e la propensione del rischio, la situazione patrimoniale e le conoscenze in materia di strumenti finanziari.

Letteralmente, l'esistenza di tali requisiti doveva essere documentata: non era sufficiente, quindi, una mera dichiarazione rilasciata dall'investitore.

Quest'ultimo, quindi, doveva provare la concreta e stabile prestazione della sua attività professionale, che avrebbe reso inutile l'applicazione delle norme di protezione dell'investitore.

Come è stato affermato in dottrina, infatti, *“la disposizione regolamentare esprime la necessità di una reale e consolidata competenza di questi soggetti (...) essenzialmente perché la particolare esperienza loro richiesta deriva normalmente dalla ragionevole certezza (o perché verificata dall'autorità di vigilanza o perché specificamente documentata all'intermediario offerente) di una particolare attività di carattere finanziario svolta, in concreto, professionalmente e cioè con continuità e stabilità anche se non necessariamente con esclusività o permanenza”*⁸⁵.

La terza e ultima classe di soggetti denominati “operatori qualificati” nella norma ante-MiFID è rappresentato dalle società e dalle persone giuridiche il cui legale rappresentante abbia dichiarato per iscritto il *“possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”*.

Parte della dottrina⁸⁶ ha correttamente osservato che il legislatore del 1998 non ha specificato sufficientemente quale dovesse essere il livello minimo, che avrebbe giustificato la disapplicazione delle norme di protezione, della *“specifica competenza ed esperienza”* dell'investitore.

Pertanto, è stato ritenuto di poter interpretare il requisito del *“livello minimo di competenza ed esperienza”*, richiesto ai fini di cui sopra, come la competenza e l'esperienza derivanti dall'esercizio di un'attività che sia connessa con l'investimento in strumenti finanziari e *“non che sia meramente*

⁸⁵BERSANI, in *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, 26. Concorde, altresì, CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 38 ss.

⁸⁶Ci si riferisce, in particolare, a CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 48.

*riconducibile al compimento di singoli (ed occasionali) atti strumentali alla soddisfazione dell'interesse alla remunerazione del capitale investito*⁸⁷.

Tale interpretazione appare sicuramente condivisibile per almeno tre ragioni. In primo luogo, perché la norma primaria di riferimento, nel fissare l'ampiezza della delega normativa affidata alla Consob, precisava che si dovesse tener conto “*delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi*” (art. 6, comma secondo, T.U.F.).

In secondo luogo, poiché la norma regolamentare di riferimento (art. 31 reg. Consob del 1998) richiedeva espressamente tale accertamento per le prime due classi di soggetti, ovvero per gli imprenditori finanziari e per le persone fisiche.

Infine, perché il primo comma dell'art. 23 T.U.F. (testo previgente), affermava che la Consob poteva prevedere “*in relazione alla natura professionale dei contraenti (...) forme contrattuali diverse da quella scritta per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento*”⁸⁸.

⁸⁷BERSANI, in *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, 28. Merita peraltro richiamare quanto ha osservato CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, in punto di interpretazione del termine professionalità, il quale ha giustamente affermato che se professionalità si intende l'esistenza della continuità e stabilità di una serie coordinata di atti giuridici, si rischia “*di dover considerare investitori esperti con standard minimi di tutela – parificandoli esattamente, tra gli altri, agli imprenditori finanziari – anche quelle società commerciali che, p. e., hanno talvolta acquistato qualche obbligazione o hanno temporaneamente investito oppure hanno stipulato (spesso in maniera non del tutto consapevole) qualche interest rate swap con funzioni di mera copertura del rischio di oscillazione dei tassi di interesse (e cioè con funzione meramente ancillare ad un negozio di ordinario finanziamento dell'impresa); e cioè gran parte delle società commerciali che hanno solo occasionalmente avuto a che fare con una “merce pericolosa” come lo strumento finanziario*”.

⁸⁸È stato peraltro affermato dallo stesso Autore, CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 36 ss., come non sia possibile qualificare “operatore qualificato” una società che “*attraverso la generica dichiarazione del suo legale rappresentante attesti di disporre di adeguate risorse umane in “possessori specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”, non (anche) di esercitare (o aver esercitato) un'attività, pur in minima parte, di investimento finanziario dalla quale è derivata*

La seconda argomentazione, in particolare, sembrerebbe alquanto persuasiva. Se per la prima classe di “operatore qualificato” (gli imprenditori finanziari) il legislatore richiede l’accertamento da parte dell’autorità di vigilanza e per la seconda classe (persone fisiche) richiede che i requisiti di professionalità siano documentati, è chiara la volontà dello stesso di garantire un grado minimo di diligenza da parte dell’intermediario (ci si riferisce all’acquisizione della documentazione da verificare) che non si comprende perché debba venir completamente meno con riferimento alla terza classe⁸⁹.

E vi è, a parere di chi scrive, un’ulteriore ragione. In mancanza di un dato oggettivo che consenta di determinare cosa il legislatore abbia inteso per “*livello minimo di conoscenza ed esperienza*”, come è possibile che tale determinazione sia lasciata al “libero arbitrio” della singola società o persona giuridica?

In assenza di qualsivoglia appiglio normativo, l’intermediario risulterebbe il soggetto più adeguato e competente a stabilire (anche caso per caso) il livello minimo di conoscenza ed esperienza del cliente, ciò anche in un’ottica di maggiore compatibilità del sistema con il quadro di tutele previsto dal legislatore comunitario.

L’intermediario – professionista in materia per eccellenza – avrebbe dovuto svolgere un ruolo, se non determinante, quantomeno ausiliario, nella qualificazione della società o persona giuridica investitrice quale “operatore qualificato”, così da classificare correttamente il cliente ed assicurare, quindi, un’effettiva applicazione del regime di protezione previsto dal legislatore

detta specifica competenza ed esperienza, divenuta patrimonio stabile della società. (...) con il rischio che la società pur senza aver mai acquistato uno strumento finanziario, con un oggetto sociale non necessariamente di tipo finanziario e con un legale rappresentante che non capisce assolutamente nulla di prodotti finanziari, si veda attribuita una volta per tutte la qualifica di investitore esperto anche solo perché, al momento della sottoscrizione della dichiarazione all’intermediario, dispone di adeguate risorse (dipendenti, consulenti, ecc.) in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”.

⁸⁹CHIONNA, *L’accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005.

europeo.

A ciò si aggiunga, peraltro, il generale dovere di diligenza proprio del diritto dei contratti, che legittimamente si può pretendere dall'intermediario che riceve la dichiarazione di "operatore qualificato", il quale *"nell'accertamento dell'esperienza del proprio cliente dovrà osservare un comportamento conforme non soltanto ai criteri generali di cui all'art. 21, ma anche ai canoni di buona fede e correttezza: andranno dunque evitate dichiarazioni formali, che non corrispondano ad un'effettiva condizione del soggetto, unicamente motivate dalla volontà di sottrarsi all'applicazione della disciplina"*⁹⁰.

Come vedremo nel successivo paragrafo, purtroppo, tale ricostruzione dottrinale – pur se ampiamente argomentata e coerentemente supportata – non è stata e non è seguita, se non in qualche isolata pronuncia, dalla giurisprudenza, la quale tende ad esonerare l'intermediario dal rispetto degli obblighi

⁹⁰CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, il quale prosegue: *"l'eventuale appiattimento al dato formale della dichiarazione autoreferenziale lascia trasparire il concreto rischio di vedere attribuita una tanto importante qualifica soggettiva in capo ad una qualsiasi società commerciale)o ad una qualsiasi persona giuridica) solo e soltanto sulla base di un dato astratto e formale, senza l'effettiva verifica di alcun elemento sostanziale; cioè solo sulla base di una generica dichiarazione del suo legale rappresentante, magari resa sottoscrivendo un documento materialmente già predisposto in forma standardizzata dall'intermediario offerente (forse la banca della quale la società è già cliente per gli ordinari rapporti di credito commerciale), senza alcun altro concreto riscontro da acquisire attraverso l'attività del dichiarante o dell'intermediario"*. La tesi è accolta anche da BERSANI, in *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, e SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in *Giur. it.*, 2005, 55 ss., il quale afferma *"gli intermediari non devono mai presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato, comparabili a quelle dei clienti professionali individuati dallo stesso legislatore (...). Affinché la disapplicazione delle regole di condotta non dia comunque adito ad abusi da parte di intermediari infedeli, è introdotta una procedura in base alla quale: i) i clienti devono comunicare per iscritto all'impresa di investimento che desiderano essere trattati come clienti professionali (...); ii) l'impresa di investimento deve avvertire i clienti, in una comunicazione chiara e per iscritto, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; iii) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. Peraltro, tale articolata procedura non esonera l'intermediario dall'adottare altre misure per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionista soddisfi i requisiti rilevanti, così come sopra indicati"*.

d'informazione sulla base della mera produzione in giudizio della dichiarazione di “operatore qualificato” sottoscritta dal legale rappresentante della società investitrice.

La qualifica di “operatore qualificato”, invece, dovrebbe essere attribuita una volta rispettati i criteri di verifica sopra individuati: solo a seguito di un effettivo esame, da parte dell'intermediario, della sussistenza della minima competenza ed esperienza richiesti *ex lege* in capo alla società (o persona giuridica) investitrice, sarà possibile “etichettare” il cliente come “operatore qualificato” e, quindi, esonerare l'intermediario dagli obblighi di protezione sanciti altrimenti dal legislatore⁹¹.

2.1.2 (segue) La dichiarazione scritta del legale rappresentante ex art. 31 Reg. Consob n. 11522/1998 al vaglio della giurisprudenza italiana

Il disposto normativo di cui all'oggi abrogato art. 31 regolamento Consob n. 11522 del 1998, nella parte in cui richiedeva alle società e alle persone giuridiche che la specifica competenza ed esperienza fosse provata mediante dichiarazione scritta del legale rappresentante, ha dato origine ad una infinità di controversie, promosse da società a cui era stato “sommministrato”, per la sottoscrizione, un modulo contenente tale dichiarazione e che, a causa di quest'ultima, erano state private dei cennati diritti di informazione e di protezione.

La giurisprudenza che ne è seguita può essere divisa in due orientamenti: da un lato l'indirizzo più formalistico, che ritiene sufficiente la dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante per esonerare l'intermediario

⁹¹Una volta dichiarata l'inefficacia della dichiarazione ex art. 31, emergeranno le violazioni alle regole di condotta compiute dall'intermediario e potranno così applicarsi i rimedi che vedremo nella parte finale di questo lavoro. Sul punto si veda, PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in www.dirittobancario.it, 2011, 5 ss.

dagli obblighi di informazione, dall'altro quello garantistico, che esige che la dichiarazione rifletta le reali competenze ed esperienze del cliente.

L'elemento spartiacque tra i due è rappresentato dal valore da attribuire alla dichiarazione del legale rappresentante *ex art. 31 regolamento Consob n. 11522/1998: liberatorio ex se o meno*⁹².

⁹²Sulla ricostruzione dei diversi orientamenti giurisprudenziali, si legga anche BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità*, Commento a Trib. Milano, 15.10.2008, reperibile in www.ilcaso.it; MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 317 ss.; BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest rate swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 355.

(a) L'orientamento formalistico. Un primo orientamento⁹³ sostiene che la dichiarazione resa per iscritto dal legale rappresentante della società o persona giuridica sia di per sé sufficiente ad inquadrare il cliente come operatore qualificato e, quindi, a sollevare l'intermediario da ogni ulteriore indagine al riguardo. La tesi c.d. formalistica si basa su tre argomentazioni.

In primo luogo rileverebbe il tenore letterale dell'art. 31, che si esprime in termini di “*specificata competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*”. Le pronunce che hanno fondato il loro dispositivo sulla base di questa interpretazione dell'art. 31 hanno sostenuto “*che non sarebbe configurabile alcun onere di riscontro a carico dell'intermediario in ordine all'oggettività della dichiarazione, riconducendo in sostanza alla responsabilità di*

⁹³ APP. MILANO, 12.10.2007, in *Giur. it.*, 2008, 1164, con nota di MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate* e in *Nuova giur. comm.*, 2008, 224 ss., con nota di RUGGERI, *La prima sentenza d'appello circa l'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998*; TRIB. FORLÌ, 11.7.2008, in www.ilcaso.it; TRIB. VENEZIA, 8.11.2007, in *Giur. it.*, 2008, con nota di FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*; TRIB. VENEZIA, 25.10.2007, in www.ilcaso.it; TRIB. VICENZA, 17.8.2007, in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 20.7.2007, in www.ilsole24ore.it; TRIB. ANCONA, 18.2.2007, n. 243, in www.ilcaso.it; TRIB. TRENTO, 28.9.2006, n. 927 in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 20.7.2006, n. 8969, in *Nuova giur. comm.*, 2007, 809, con nota di TOMMASINI, *La dichiarazione “autoreferenziale” di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*; TRIB. ISERNIA, 22.5.2005, in www.ilcaso.it; TRIB. RIMINI, 25.3.2006, in www.ilcaso.it; TRIB. MANTOVA, 12.7.2004, in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 6.4.2005, in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 2.4.2004, in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 3.4.2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 36. In dottrina, la tesi è sostenuta da BOCCHICCHIO, *Operatività in strumenti derivati con investitore professionale: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca int.fin.*, 2005, 249 ss.; BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in www.ilcaso.it. Con particolare riguardo ad alcune di queste pronunce (in particolare, TRIB. RIMINI, 25.3.2006; TRIB. MANTOVA, 12.7.2004 e TRIB. MILANO, 6.4.2005), è stato osservato in dottrina che le stesse, non solo sono state adottate in sede cautelare e, quindi, all'esito di una delibazione solo sommaria della controversia, ma altresì non costituiscono un interessante contributo per l'elaborazione interpretativa in ordine alla portata dell'art. 31, poiché sono sostanzialmente prive di un adeguato supporto motivazionale, MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 317.

*chi amministra ed esprime nella realtà giuridica la volontà della società, gli effetti di una tale dichiarazione, come avviene nelle generalità della gestione, ordinaria e straordinaria che sia*⁹⁴.

La seconda argomentazione poggerrebbe su un ragionamento di carattere pragmatico: sarebbe irragionevole, si dice, obbligare l'intermediario a indagare e verificare caso per caso l'effettivo livello di conoscenza del cliente⁹⁵. In questo senso si è espresso il Tribunale di Milano, il quale ha affermato: *“non può sottacersi l'indubbio limite di una siffatta disposizione normativa nella parte in cui affida ad una dichiarazione autoreferenziale la individuazione di un “operatore qualificato”, soprattutto ove si consideri che da tale qualificazione discendono conseguenze relevantissime sul piano delle norme di protezione dell'investitore; nondimeno non appare ragionevole ipotizzare che l'accertamento in concreto di un requisito dai così incerti confini (essere la controparte contrattuale “in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”) debba essere rimesso alla Banca piuttosto che al prudente apprezzamento del legale rappresentante della società (soggetto che, in quanto investito del potere di rappresentanza della persona giuridica è, per legge, idoneo ad impegnarne la volontà) il quale potrà essere chiamato a rispondere nei confronti della società da lui amministrata ove abbia reso dichiarazioni false ovvero negligenemente stimato sussistenti requisiti di professionalità e competenza in capo all'ente che rappresenta*⁹⁶.

Infine, la dottrina favorevole a tale orientamento formalistico ha osservato come tale interpretazione sarebbe altresì conforme al principio di autoresponsabilità, di cui al noto brocardo latino *nemo potest contra factum proprium venire*. Questa parte della giurisprudenza ha evidenziato come sia

⁹⁴TRIB. MILANO 20.7.2006, cit. Nello stesso senso, APP. MILANO, 12.10.2007, cit.; TRIB. VENEZIA, 25.10.2007, cit.; TRIB. CATANIA, 18.2.2009, in www.ilcaso.it.

⁹⁵Sul punto, si legga la ricostruzione offerta da GRECO, *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in www.diritto bancario.it, 7.

⁹⁶TRIB. MILANO, 2.4.2004, cit.

più ragionevole affidare “l'accertamento in concreto di un requisito dai così incerti confini al legale rappresentante della persona giuridica cliente (...) il quale può essere chiamato a rispondere nei confronti della società da lui amministrata ove abbia reso dichiarazioni false ovvero negligenemente stimato sussistenti requisiti di professionalità e competenza in capo all'ente che rappresenta”⁹⁷.

È stato correttamente osservato, in ogni caso, che “la dichiarazione resa dall'investitore, anche ove non rispondente a verità, non vale a privarlo del diritto di invocare successivamente l'applicazione della normativa di tutela”⁹⁸, poiché dal punto di vista tecnico-giuridico tale dichiarazione non è un atto di natura confessoria rivolto alla controparte, con tutte le conseguenze del caso in termini processuali⁹⁹.

(b) L'orientamento garantistico. Diversamente, un secondo orientamento¹⁰⁰ ha tentato di andare oltre il semplice riferimento al dato lette-

⁹⁷TRIB. MILANO, 3.4.2004, cit. Tale argomentazione è stata critica in dottrina, in particolare si legga RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti swap*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, 411, secondo il quale il principio di auto responsabilità è sì essenziale, ma non è “funzionale a delegare al cliente la valutazione circa la sua sussunzione o meno tra gli operatori qualificati”.

⁹⁸GRECO, *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in www.diritto bancario.it, 7.

⁹⁹Continua l'Autore: “la confessione verte, infatti, ex art. 2730 c.c., su fatti, mentre il riconoscimento che il soggetto faccia della propria qualità, attenendo al profilo valutativo o a quello della qualificazione giuridica, appare estraneo all'oggetto della confessione”.

¹⁰⁰APP. TRENTO, 5.3.2009, in *Giur. di merito*, 2009, 1516, con nota di SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*; APP. MILANO, 13.11.2008, in www.ilcaso.it; APP. VENEZIA, 16.7.2008, in *Corr. mer.*, con nota di BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*; TRIB. CATANIA, 13.2.2009, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 203, con nota di TATOZZI, *La nozione di “operatore qualificato” tra vecchie certezze interpretative e nuovi assetti normativi*; TRIB. VICENZA, 12.2.2008, in *Giur. it.*, 2008, 2235; TRIB. ROVIGO, 3.1.2008, in *Giur. it.*, 2008, 2235; TRIB. VERONA, 28.11.2007, in *Giur. it.*, 2008, 2235; TRIB. NOVARA, 18.1.2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 57, con nota di LEMMA, *L'operatore qualificato nelle operazioni in derivati*; TRIB. TORINO, 18.9.2007, in *Nuova giur. comm.*, 2008, 337 ss, con nota di BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest swap*; TRIB. VERONA, 22.6.2007, in *Contratti*, 2007, 1093; TRIB. MILANO, 3.4.2004, in *Giur. comm.*, 2005, 36

rale, sostenendo invece l'insufficienza della mera dichiarazione a provare la specifica competenza ed esperienza della società o persona giuridica, dovendo ritenersi altresì necessaria una verifica in concreto da parte dell'intermediario.

Le ragioni che stanno alla base di questa tesi, che si ritiene di poter condividere, giovano di un ragionamento di più ampio respiro.

Si ritiene infatti che l'art. 31 dovrebbe essere interpretato alla luce dei principi generali che hanno ispirato il T.U.F., quali quelli di buona fede e correttezza, che imporrebbero di evitare dichiarazioni formali che non corrispondono ad una effettiva condizione del soggetto che le ha rese, e quello per cui l'intermediario dovrebbe operare in ogni caso nella piena consapevolezza delle caratteristiche dell'investitore.

Come è stato affermato dal Tribunale di Novara, nella sentenza 18.1.2007, *“la dichiarazione attestante la qualifica di operatore qualificato, resa ai sensi dell'art. 31 reg. Consob, deve essere corroborata da elementi di positivo ed obiettivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione e di protezione dell'investitore. Diversamente opinando, si verrebbe ad ammettere che i diversi standard di comportamento degli intermediari e l'eventuale applicazione di uno statuto*

ss. In dottrina, si segnalano SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Utet, 2004, 168; ID., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in www.ilcaso.it; DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contr.*, 2005, 711, secondo il quale non è sufficiente la mera dichiarazione del legale rappresentante della società ad escludere la normativa di tutela, ma occorre che la dichiarazione corrisponda ad una specifica competenza ed esperienza; CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 36 ss.; INZITARI-PICCINI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di INZITARI, 2008, Cedam, 85 ss.; FIORIO, *La nozione di investitore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241; MEUCCI, *«Operatore qualificato» nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MIFID*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 341; FACCI, *nell'Osservatorio di merito*, in *Resp. civ.*, 2008, 467; BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità*, in www.ilcaso.it; GABRIELLI-LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI, LENER, Utet, 2011, 45 ss.

protezionistico in favore degli operatori non qualificati sia fondata non sulla qualità ed esperienza professionale dell'investitore, bensì su un giudizio reso da colui le cui qualità dovrebbero invece essere verificate"¹⁰¹.

Ancora più pregnante la pronuncia della Corte di Appello di Trento del 5.3.2009, secondo la quale *"la dichiarazione resa ai sensi dell'art. 31 del Reg. Consob n. 11522/1998 da legale rappresentante di una società ai fini dell'inquadramento del cliente nella categoria degli operatori qualificati deve avere per oggetto la comunicazione delle esperienze effettivamente possedute dal cliente così da consentire all'intermediario una corretta valutazione in ordine alla professionalità del soggetto; la dichiarazione che si limiti a ripetere il contenuto della disposizione legislativa si risolve in una semplice valutazione giuridica e non ha l'effetto di attestare l'esperienza effettiva"*¹⁰².

Parzialmente differente, ma in ogni caso conforme all'orientamento qui evidenziato, il Tribunale di Torino, con sentenza del 18.9.2007, ha ritenuto che la dichiarazione scritta del legale rappresentante risulterebbe utile ai fini dell'individuazione di *"un punto di equilibrio tra esigenze di efficienza, flessibilità e fluidità del traffico giuridico ed esigenze di protezione dell'investitore, ma non per produrre l'effetto, per così dire, disapplicativo"*¹⁰³.

Alcune pronunce hanno invece sostenuto, sempre nell'ottica di una visione garantista, che la dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante autorizzerebbe la banca a riconoscere nella propria controparte contrattuale un operatore qualificato, salvo che la banca stessa, sulla base di pregressi rapporti con quel cliente, sia in condizione di escludere la veridicità dell'attestazione sottopostale¹⁰⁴, facendo leva, quindi, sul generale principio dell'affidamento.

¹⁰¹La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it.

¹⁰²La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Nello stesso senso, TRIB. CATANIA, 13.2.2009, cit., secondo la quale *"una dichiarazione asettica, consistente in una mera attestazione non supportata da adeguate indicazioni, si rivela essere inidonea al fine di esonerare legittimamente l'intermediario dai relativi obblighi di condotta"*.

¹⁰³La sentenza è reperibile anche nel sito www.dirittobancario.it.

¹⁰⁴In questi termini si è espresso TRIB. TORINO, 3.2.2005, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, 69, secondo il quale nell'applicare la norma in esame *"si scontrano due opposti valori: quello dell'autoresponsabilità di chi rilascia una dichiarazione (...) e quello, conflittuale,*

Nell'imminenza della pronuncia della Suprema Corte del 2009, che vedremo nel paragrafo successivo, così si esprimeva il Tribunale di Vicenza¹⁰⁵: *“la dichiarazione di cui all'art. 31 (...) non può avere il valore di una autocertificazione, ma deve rappresentare in maniera corretta e corrispondente a verità il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari; il possesso della specifica competenza ed esperienza deve, quindi, essere un prerequisito della dichiarazione e non la conseguenza, posto che la dichiarazione non può di per sé sola avere l'effetto di rendere operatore professionale chi non lo è”*.

Una soluzione piuttosto interessante è stata invece individuata dal Tribunale di Milano, nella pronuncia del 15.10.2008¹⁰⁶. Ad avviso dei giudici milanesi, l'investitore, invece di lamentare l'omessa verifica dell'esperienza dichiarata da parte dell'intermediario, dovrebbe eventualmente dedurre di non essere stato adeguatamente informato *“del significato della dichiarazione e delle conseguenze che da essa derivano in termini di minore protezione”*¹⁰⁷. L'investitore, quindi, dovrebbe essere messo in grado di comprendere adeguatamente la portata dell'avvertimento¹⁰⁸.

di assicurare che vi sia effettivamente (...) precisa consapevolezza in capo al dichiarante del significato e delle conseguenze dell'operazione finanziaria”.

¹⁰⁵Si tratta della sentenza del Tribunale di Vicenza del 29.1.2009, reperibile sul sito www.ilcaso.it.

¹⁰⁶La sentenza è reperibile sul sito www.ilcaso.it, con nota di BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità*.

¹⁰⁷TRIB. MILANO, 15.10.2008, cit.

¹⁰⁸Secondo tale interpretazione, l'intermediario potrebbe essere sollevato dall'onere di verificare l'effettiva esistenza dell'esperienza dichiarata, a condizione che *“i) l'intermediario abbia prima informato il legale rappresentante che la società non godrà delle tutele informative che spettano ai normali investitori e dell'entità dei rischi che conseguono a tale rinuncia; ii) l'intermediario, usando la correttezza, la diligenza e la trasparenza cui è tenuto in base ai principi generali che informano il TUF e la legislazione in materia di intermediazione finanziaria si sia accertato che la persona che rappresenta la società abbia ben compreso le conseguenze in termini di minore informazione e protezione che derivano dalla dichiarazione e dall'essere classificato quale operatore qualificato; iii) da elementi a disposizione dell'intermediario non appaia evidente l'incapacità della persona che rilascia la dichiarazione a comprenderne la portata e non sia quindi consapevole degli effetti che*

La tesi qui preferita, ovvero quella tendente ad escludere in toto che l'intermediario possa procedere alla disapplicazione delle regole di condotta, nonostante la sussistenza della cennata dichiarazione, pare sostenersi – come abbiamo detto all'inizio – su motivazioni alquanto convincenti.

La prima argomentazione è di carattere letterale e si contrappone a quella di cui al diverso orientamento formalistico. La norma, infatti, parlerebbe di “possesso” delle specifiche competenze ed esperienze, prima ancora di “dichiarazione”¹⁰⁹.

Tale possesso si pone quindi quale “prerequisito” della dichiarazione scritta che, come osservato in dottrina¹¹⁰, diventerebbe semplice confermativa della consapevolezza del cliente.

Inoltre, da un punto di vista sistematico e teleologico, è stato ritenuto che la tesi dell'insufficienza della mera dichiarazione garantirebbe l'omogeneità di trattamento tra tutte le diverse tipologie di soggetti annoverabili entro la categoria degli operatori qualificati di cui all'art. 31¹¹¹: verrebbe altrimenti elusa “*la stessa funzione di protezione voluta dalla normativa di settore, dal momento che proprio l'investitore già sprovveduto e privo di esperienza, purché avente veste di società o persona giuridica, potrebbe avventatamente auto valutarsi e proclamarsi – pour causa, su moduli accuratamente predisposti dalla banca e/o da questa sottoposti al cliente al momento della sottoscrizione dell'operazione – operatore qualificato, così facoltizzando l'intermediario a disapplicare la normativa predisposta proprio a tutela di chi qualificato non*

comporta: in questo caso, e solo in questo, l'intermediario sarà tenuto ad indagare sulla effettiva esperienza del cliente”, BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità*, in www.ilcaso.it, 15.

¹⁰⁹La pronuncia del TRIB. VICENZA, 29.1.2009, in www.ilcaso.it, ha sul punto sostenuto che “*la dichiarazione del legale rappresentante dell'ente attesta il possesso (della specifica competenza ed esperienza), non lo crea*”.

¹¹⁰SCOTTI CAMUZZI, *L'istituto di credito è tenuto a garantire l'effettiva osservanza delle regole Consob*, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, 100.

¹¹¹MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 321.

e”¹¹².

(c) L’orientamento della Cassazione: formalistico, ma con qualche correttivo. Nel 2009, con sentenza 26.5.2009, n. 12138, è intervenuta sul punto la Suprema Corte, la quale si è pronunciata nel senso di ritenere che la dichiarazione resa dal legale rappresentante della persona giuridica sulla disponibilità della competenza ed esperienza richieste nel settore dei valori mobiliari “*esonera l’intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso*”¹¹³.

La motivazione della Cassazione rileva sotto due diversi punti di vista, uno di carattere sostanziale e l’altro di carattere processuale.

Sotto il profilo sostanziale, la Corte muove dal presupposto che l’inquadramento di un soggetto, quale operatore qualificato, è condizionato dalla sussistenza di due requisiti: l’effettiva competenza ed esperienza in materia di operazioni finanziarie (“elemento sostanziale”) e la dichiarazione sotto-

¹¹²TRIB. NOVARA, 18.1.2007, cit.

¹¹³CASS., 26.5.2009, n. 12138, in *Giur. it.*, 2009, 2711 ss.; in *Corriere giur.*, 2009, 1611, con nota di SESTA, *L’operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*; in *Danno e resp.*, 2009, 1067, con nota di SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*; in *Contr.*, 2009, 869, con nota di AURELITANO, *Il contratto di investimento dell’operatore qualificato*. Per alcuni commenti sulla pronuncia della Suprema Corte, si veda: TUCCI, “*Servizio*” e “*contratto*” nel rapporto tra intermediario e cliente, in *Contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI e LENER, in Tratt. Rescigno-Gabrielli, Utet, 2011, 185; SALATINO, *Contratti swap. Dall’operatore qualificato al “cliente professionista”: il trattamento delle dichiarazioni autoreferenziali*, in *Banca borsa*, 2009, 201 ss.; MOTTI, *L’attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivate fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.* 2008, 1172. Favorevoli al riconoscimento della piena efficacia della dichiarazione resa dal legale rappresentante: BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell’autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. merito*, 2008, 1263; BRUNO-ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Soc.*, 2007, 277. Nella giurisprudenza di merito, nel senso della rilevanza della dichiarazione autoreferenziale di essere operatore qualificato, TRIB. VENEZIA, 12.2.2008, in *Banca borsa*, 2009, 203, con nota di TATOZZI, *La nozione di «operatore qualificato» tra vecchie incertezze e nuovi assetti normativi*; TRIB. VERONA, 22.6.2007, in *Contr.*, 2007, 1093; TRIB. MILANO, 20.7.2006, in *Nuova giur. comm.*, 2007, 809 ss., con nota di TOMMASINI, *La dichiarazione “autoreferenziale” di essere un operatore qualificato e l’onere di verifica in capo all’intermediario destinatario*.

scritta dal legale rappresentante, attestante il possesso della competenza ed esperienza (“elemento formale”).

Come è stato correttamente osservato¹¹⁴, tale *incipit* (ovvero il riferimento al “possesso” di competenza ed esperienza) parrebbe preludere ad una posizione della Cassazione di tipo garantistico. Tuttavia, come si vedrà, la soluzione accolta dai giudici di legittimità seguirà l’orientamento formalistico, seppur con un piccolo correttivo.

La *ratio* dell’art. 31, si legge nella pronuncia, sarebbe “*volta a richiamare l’attenzione del cliente circa l’importanza della dichiarazione ed a svincolare l’intermediario dall’obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento in fatti*”, riconducendo “*alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione*”¹¹⁵.

L’esonero dall’obbligo dell’intermediario di riscontrare nei fatti quanto contenuto nella dichiarazione incontrerebbe tuttavia il limite della sussistenza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell’intermediario¹¹⁶.

Tale conclusione viene motivata dalla Corte alla luce non solo del dato letterale della norma in esame (l’art. 31 non prevede espressamente la verifica da parte dell’intermediario), ma altresì alla luce di un dato interpretativo (l’art. 31 non contiene alcun riferimento in ordine alla corrispondenza del contenuto della dichiarazione alla situazione di fatto).

Sotto il profilo processuale, invece, la decisione della Cassazione conclude per riconoscere, in capo all’investitore, l’onere di provare di non essere in possesso della specifica competenza ed esperienza (e la prova di un fatto

¹¹⁴MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 321.

¹¹⁵CASS., 26.5.2009, n. 12138, cit.

¹¹⁶Come è stato sostenuto in MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 322, l’efficacia liberatoria della dichiarazione potrebbe essere riconosciuta solo attribuendo alla stessa natura confessoria. Ciò, tuttavia, è escluso dalla Suprema Corte, che le nega natura confessoria perché volta alla formulazione di un giudizio e non all’attestazione di un fatto obiettivo.

negativo risulterebbe impossibile) e che l'intermediario avrebbe avuto dati sufficienti per ritenere errata la qualificazione di operatore qualificato.

Afferma la Corte, che nel caso di presunta discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale, *“graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime, o almeno la loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente”*¹¹⁷.

In mancanza di tali prove, la dichiarazione potrà costituire, secondo la Cassazione, “argomento di prova” *ex art. 116 c.p.c.*.

Ad avviso della scrivente la Corte, prevedendo una tale inversione dell'onere della prova, si è discostata dal precedente orientamento giurisprudenziale in base al quale la prova della specifica competenza ed esperienza in materia di contratti in strumenti finanziari doveva essere fornita dall'intermediario¹¹⁸.

È stato peraltro correttamente osservato in dottrina che l'interpretazione dell'art. 31 fornito dai giudici di legittimità potrebbe rivelarsi molto pericolosa, *“laddove si tenga conto che consente agli intermediari di far firmare una serie di dichiarazioni (non importa nemmeno se intellegibili) ai propri clienti per “informarli” di una serie di clausole, condizioni, ma senza accertarsi che il cliente abbia la capacità per capire gli effetti del contratto che stipulando e, men che meno, accertarsi che il cliente abbia concretamente capito”*¹¹⁹.

¹¹⁷CASS., 26.5.2009, n. 12138, cit. Dal punto di vista probatorio, quindi, sull'investitore grava l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza dei requisiti di operatore qualificato: egli dovrà allegare e provare che l'intermediario sapeva o avrebbe dovuto sapere che il cliente in questione non possedeva la conoscenza ed esperienza necessarie al fine di essere classificato quale operatore qualificato.

¹¹⁸Sul punto, si veda ad esempio TRIB. VICENZA, 12.2.2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 204.

¹¹⁹GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011, 80 ss.

(d) L'evoluzione della giurisprudenza successiva al 2009. A seguito della pronuncia della Corte di Cassazione, le Corti di merito hanno lentamente modificato il loro precedente orientamento¹²⁰.

Come è stato tuttavia notato da una parte della dottrina¹²¹, l'applicazione del principio enunciato dalla Suprema Corte, da parte delle Corti di merito ha portato a pronunce lontane tra loro e non, invece, a pronunce accomunate da un orientamento univoco.

Da un lato, alcune Corti hanno ritenuto valida ed efficace la dichiarazione *ex art. 31* sottoscritta dal legale rappresentante: in un caso perché, ad esempio, dai dati in possesso della banca emergeva che il legale rappresentante aveva conoscenza del meccanismo dei tassi e che la società operava nel mercato finanziario anche con altri istituti¹²²; in un altro caso, perché la società non aveva dimostrato “*che la dichiarazione di operatore qualificato non corrispondesse a verità e che la banca ne fosse a conoscenza, e comun-*

Un'altra parte della dottrina, MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 324, ha peraltro sostenuto che la scelta operata dalla Cassazione “*in ultima analisi sembra offrire agli intermediari la massima protezione possibile, a tutto discapito della posizione processuale delle loro controparti*”.

¹²⁰Non mancano naturalmente pronunce successive che si discostano dal giudice di legittimità, come per esempio TRIB. TORINO, 31.1.2011, in www.ilcaso.it, che afferma “*La natura di operatore qualificato discende dalla contemporanea presenza di due requisiti: uno di natura sostanziale, vale a dire l'esistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari in capo al soggetto che intenda concludere un contratto avente ad oggetto operazioni su detti valori; l'altro di carattere formale, costituito dall'espressa dichiarazione di possedere la competenza ed esperienza richieste, sottoscritta dal soggetto medesimo. Appare al riguardo evidente la ratio della norma in esame, volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto, tenuto anche conto che nella disposizione in esame non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro della veridicità della dichiarazione, riconducendo invece alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione*”.

¹²¹PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in www.dirittobancario.it, 2011.

¹²²TRIB. TORINO, 23.11.2009, n. 7952, in www.ilcaso.it.

*que che tale divergenza fosse agevolmente conoscibile*¹²³; in un altro caso ancora, è stato affermato che “*la conoscenza del bilancio di esercizio e dei relativi allegati non equivale a conoscibilità della dedotta mancanza di specifica competenza ed esperienza posto che l’occasionale assenza di indicazioni nel documento contabile in ordine al possesso di strumenti finanziari non esclude una pregressa attività di investimento*”¹²⁴.

Diversamente altre Corti, sempre applicando il principio dei giudici di legittimità, sono giunte a conclusioni opposte, ovvero pro-investitore. Per esempio, il tribunale di Reggio Emilia¹²⁵ ha ritenuto, sulla base di elementi fattuali, che la società cliente non possedeva i requisiti richiesti e che la banca avrebbe dovuto esserne a conoscenza.

I fatti dai quali la banca avrebbe dovuto desumere la non competenza della cliente sono i seguenti: i titolari dell’azienda avevano la licenza elementare e media; all’interno dell’azienda non vi era personale qualificato in materia finanziaria; la società era una micro-impresa avente oggetto sociale non finanziario; la società non aveva mai operato in strumenti finanziari.

Tutte queste circostanze erano conoscibili da parte della banca, al momento della sottoscrizione del contratto, per cui essa non avrebbe dovuto applicare la qualificazione *ex art. 31*.

Come si evince dalle pronunce successive al 2009, le argomentazioni adottate dalla Cassazione non hanno fornito una valida ed efficace soluzione che, ancora oggi, non consente di risolvere le controversie in modo uniforme.

¹²³TRIB. TORINO, 30.11.2009, n. 8151, in www.ilcaso.it.

¹²⁴TRIB. BARI, 15.7.2010. Sulla stessa linea, si segnalano altresì TRIB. UDINE, 13.4.2010 e TRIB. MILANO, 19.4.2011, tutte reperibili in www.ilcaso.it.

¹²⁵TRIB. REGGIO EMILIA, 2.10.2009, n. 1281, in www.ilcaso.it.

2.2 L'investitore nella normativa *post*MiFID

Successivamente, il nostro ordinamento ha dato attuazione alla direttiva comunitaria di primo livello 2004/39/CE, c.d. MiFID¹²⁶, modificando il testo unico del 1998 (con il d. lgs. n. 164/2007) e predisponendo, da parte delle competenti autorità, le previsioni regolamentari di attuazione.

La normativa attualmente vigente è contenuta nel Regolamento Consob 29.10.2007, n. 16190, recante norme di attuazione del T.U.F. in materia di intermediari, il quale ha abrogato e sostituito *in toto* il già citato Regolamento Consob 1.7.1998, n. 11522¹²⁷.

Tra le molteplici e rilevanti modifiche apportate all'impianto normativo di riferimento, occorre in questa sede segnalare il superamento non solo della originaria bipartizione della clientela (clienti al dettaglio e operatori qualificati), ma anche della genericità della relativa individuazione.

Il nuovo obiettivo perseguito dalla direttiva MiFID è ben focalizzato dal Trentunesimo Considerando della stessa, che recita: “*le misure destinate a proteggere gli investitori devono essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria*” di soggetti.

Si è ritenuto, infatti, che la precedente bipartizione non fosse idonea a individuare correttamente le categorie di investitori sulla base del loro effettivo

¹²⁶La *Market in Financial Instruments Directive*, come già evidenziato nel capitolo che precede, è nata per rispondere all'esigenza di assicurare protezione agli investitori e libertà di servizi nel territorio comunitario, sulla base di principi di vigilanza armonizzati. Si legga infatti il *Secondo Considerando* della direttiva MiFID, secondo il quale: “*è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine*”. Per un quadro generale sull'avvicinarsi delle normative europee, si rinvia a CONTI, *Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID*, in *Le regole e la governante: gli effetti del recepimento della direttiva MiFID*, a cura dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa, 22-24.3.2007, reperibile in www.Consob.it.

¹²⁷La direttiva 2004/39/CE, infatti, opta per l'abrogazione della precedente direttiva 1993/22/CEE, la quale aveva accolto un approccio di armonizzazione minima.

grado di esperienza e di conoscenza dei mercati finanziari¹²⁸.

Per far fronte a tale necessità, il nuovo sistema ha predisposto una triplice articolazione della figura di cliente, inteso quest'ultimo quale "*persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori*".

In particolare, la clientela è stata divisa in: (a) controparti qualificate, (b) clienti professionali (privati e pubblici; di diritto o su richiesta) e (c) clienti al dettaglio.

Il nuovo art. 6, comma 2 *quinquies* del testo unico del 1998, introdotto con d. lgs. 17.9.2007, n. 164¹²⁹, ha attribuito alla Consob, sentita la Banca d'Italia, la competenza in ordine all'individuazione dei clienti professionali privati (di diritto), nonché i criteri per l'identificazione di quei soggetti che possono richiedere di essere trattati come tali (su richiesta).

Il quadro si completa, pertanto, con le norme introdotte dal Regolamento Consob con delibera n. 16190 del 29.10.2007¹³⁰.

Come già anticipato nel capitolo che precede, per ciascuna categoria è prevista una gradazione di intensità circa il contenuto degli obblighi informativi e, conseguentemente, di condotta in capo all'intermediario: disapplicazione assai ampia delle regole per le controparti qualificate, disapplicazione meno estesa per i clienti professionali e applicazione integrale per i clienti al dettaglio.

La nuova, e attualmente vigente, tripartizione merita di essere analizzata più nel dettaglio e, per questo, le tre categorie di clientela verranno trattate

¹²⁸Ciò era stato peraltro segnalato da Consob, nella bozza di riforma del regolamento n. 11522 del 1998, denominato "Documento di consultazione del 4.8.2003", che si ispirava al documento "*A European regime of investor protection – The professional and the counterparty regimes*" del CESR (Committee of European Securities Regulator), entrambi reperibili in www.consob.it.

¹²⁹Rubricato "*Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE*".

¹³⁰Il quale, come abbiamo visto poc'anzi, abroga il precedente regolamento CONSOB del 1998, a seguito dell'emanazione, e successiva attuazione, della direttiva comunitaria c.d. MiFID.

separatamente, come segue¹³¹.

(a) Le controparti qualificate. Per questa categoria, il legislatore prevede la quasi totale disapplicazione delle regole di condotta di cui al Regolamento Consob¹³².

I soggetti che vi rientrano si contraddistinguono in base ad elementi di tipo sia soggettivo che oggettivo.

Essi devono possedere innanzitutto determinate caratteristiche soggettive. In particolare, ai sensi dell'art. 6, comma secondo *quater*, lett. d), n. 1 T.U.F.¹³³, sono controparti qualificate i seguenti soggetti abilitati: le im-

¹³¹Affrontano con sguardo critico la nuova classificazione della clientela: GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo primo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011, 68 ss.; PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di D'APICE, Il Mulino, 2010, 508; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionista: il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca, borsa etit. cred.*, 2009, 227 ss.; SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da VISINTINI, Cedam, 2009, 727 ss.; FUMAGALLI, *Classificazione della clientela: il nuovo contesto normativo e le principali differenze rispetto alla precedente disciplina*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di DEL BENE, Ipsoa, 2009, 224 ss.; CAPALDO, *L'informazione*, in *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio*, a cura di PROSPERETTI e COLAVOLPE, Ipsoa, 2009, 189 ss.; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 104 ss.; MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 341 ss.

¹³²Lo stabilisce l'art. 58, comma primo, Regolamento Consob n. 16190/2007, il quale prevede altresì che rimangano ferme le disposizioni di cui all'art. 35, concernente l'obbligo in capo agli intermediari di comunicare ai clienti la loro classificazione. Come è stato osservato in dottrina, BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Giuffrè, 2009, 125, tale qualificazione esonera l'intermediario dall'applicazione per esempio delle regole relative al conflitto di interessi, all'adeguatezza dell'operazione, alla c.d. best execution, etc.. Cfr. inoltre, LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva MiFID*, nota a TRIB. BIELLA, 5.4.2007, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 84; FRUMENTO, *Le informazioni fornite ai clienti in MiFID*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di ZITIELLO, Ita, 2007, 175 ss.; GABRIELLI-LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la Mifid*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo primo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011, 33.

¹³³Introdotta con d. lgs. 17.9.2007, n. 164.

prese di investimento, le banche, le imprese di assicurazione, gli OICR¹³⁴, le SGR¹³⁵, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dall'art. 118 T.U.B., gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i soggetti ad essi assimilabili, italiani e comunitari, nonché i soggetti privati individuati con regolamento Consob (ai sensi dell'art. 6, comma secondo *quater*, lett. d), n. 4 e 5) e quelle categorie corrispondenti nei Paesi non appartenenti all'Unione Europea.

L'elemento oggettivo invece viene individuato avendo riguardo alla tipologia del servizio prestato. La norma sopra citata circoscrive l'appartenenza degli investitori a tale categoria, nelle sole ipotesi di prestazione dei servizi di negoziazione per conto proprio, di esecuzione di ordini per conto del cliente e di ricezione e trasmissione di ordini.

Come è stato osservato in dottrina, la previsione della disapplicazione delle regole dettate per tali soggetti, si giustifica e si fonda “*sulla attitudine (del soggetto professionale) ad assumere autonomamente decisioni di investimento consapevoli, in ragione della propria competenza ed esperienza, ma i criteri di identificazione rispondono oggi giorno ad una logica eminentemente oggettiva, evitandosi i rischi di una valutazione soggettiva da parte dell'intermediario (che si presterebbe a facili strumentalizzazioni) o di una dichiarazione autoreferenziale del cliente, che potrebbe non essere in grado di apprezzare adeguatamente la propria preparazione o che potrebbe essere indotto ad auto qualificazioni errate, senza misurarne portata ed implicazioni*”¹³⁶.

(b) i clienti professionali. I clienti professionali sono identificati nell'Allegato II della direttiva c.d. MiFID, il quale li definisce come quei soggetti che possiedono “*l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessaria per*

¹³⁴ Acronimo di Organismi di investimento collettivo del risparmio.

¹³⁵ Acronimo di Società di Gestione del Risparmio.

¹³⁶ CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011, 213 ss.

*prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare la correttezza dei rischi che assumono*¹³⁷.

Essi si suddividono, a loro volta, in clienti professionali pubblici e privati, ai sensi del nuovo art. 6, comma secondo *quinqüies* del T.U.F., introdotto dal d. lgs. 17.9.2007, n. 164. I primi sono identificati in base ai criteri stabiliti dalla Consob e vengono anche identificati quali clienti professionali di diritto. I secondi, invece, sono individuati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

In virtù della delega contenuta nel T.U.F. e alla luce di quanto contenuto nel citato Allegato II della direttiva MiFID, la Consob ha articolato la clientela c.d. privata in due tipologie: i clienti professionali di diritto e quelli su richiesta.

I primi sono costituiti dai soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari¹³⁸, nonché da imprese di grandi dimensioni, ovvero quelle “*che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti professionali: totale di bilancio 20.000.000 EUR, fatturato netto 40.000.00 EUR, fondi propri 2.000.000 EUR*”.

Secondo il disposto del già citato Allegato II, si osserva che l'intermediario ha l'onere di informare l'impresa “*prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, essa viene considerata di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario ed il cliente non convengano diversamente. L'intermediario*

¹³⁷Si osserva come tale allegato sia stato riprodotto, con qualche modifica, nell'Allegato III del Regolamento Consob n. 16190 del 2007, e successive modifiche. In particolare, tra le cennate modifiche, si segnala che a livello regolamentare è previsto che gli intermediari devono concretizzare e specificare misure interne che consentano la classificazione della clientela.

¹³⁸L'allegato sopra citato della direttiva MiFID fornisce un elenco, non tassativo, di tali soggetti, che comprende gli enti creditizi, le imprese di investimento, gli istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo e le società di gestione di tali organismi, i fondi pensione e le relative società di gestione, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, i singoli membri di una borsa e gli altri investitori istituzionali.

deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione"¹³⁹.

Numerosi dubbi solleva tuttavia, a parere di chi scrive, il presupposto collegato alla dimensione dell'impresa investitrice. Non si comprende, infatti, che significato possa avere la sussistenza di un determinato fatturato, con la verifica di una competenza ed esperienza in materia di investimenti finanziari¹⁴⁰.

I clienti professionali su richiesta, invece, sono classificati in quanto tali solo a fronte di esperienza e competenza effettivamente esistenti, da valutarsi caso per caso da parte dell'intermediario¹⁴¹. Dal punto di vista sostanziale,

¹³⁹All. II, sez. I, comma 2.

¹⁴⁰Tale perplessità sono state sollevate in dottrina, in particolare si legga MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 315, secondo i quali il presupposto che l'ampiezza della consistenza economico-patrimoniale dell'impresa abbia un riflesso direttamente proporzionale sul grado di competenza ed esperienza in ambito finanziario non è del tutto convincente nel suo generalizzato automatismo e CHIONNA, *L'accertamento della natura di «operatore qualificato» del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2005, 52, che afferma correttamente "*in tal modo potrebbero rientrare in tale categoria anche una s.r.l. o una s.n.c. (con quei particolari caratteri economici) che costruiscono immobili, pur se non hanno mai investito un euro in un'azione o in una quota di un fondo comune di investimento (e, più in generale, in nessun prodotto finanziario)*". L'utilizzo di parametri oggettivi, quali quelli relativi al fatturato e al totale di bilancio, invero, ci riportano alla normativa europea in materia di PMI. La Raccomandazione 2003/361/Ce della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, infatti, distingue le tre tipologie di imprese proprio sulla base degli stessi parametri. Le microimprese, le piccole o medie imprese vengono definite in funzione del loro organico e del loro fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale. Una media impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro. Una piccola impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 50 persone e il cui fatturato o il totale del bilancio annuale non superi 10 milioni di euro. Una microimpresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro. Non saranno quindi sicuramente da considerare, quali clienti professionali, le piccole e le microimprese, diversamente da quanto accadeva con la precedente normativa.

¹⁴¹Questi ultimi, in particolare, presentano maggiori analogie con la precedente categoria degli operatori qualificati, come identificati dall'art. 31, secondo comma, del Regolamento Consob del 1998.

la Consob consente che le regole poste a tutela della clientela al dettaglio siano disapplicate quando “*dopo aver effettuato una valutazione adeguata delle competenze dell’esperienza e delle conoscenze del cliente, l’intermediario possa ragionevole ritenere, tenuto conto della natura e delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume*”¹⁴².

Non è dato quindi presumere che i clienti professionali su richiesta possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili ai clienti professionali di diritto.

Da un punto di vista procedurale, la qualificazione del cliente professionale su richiesta richiede che venga seguito uno specifico *iter*, che vedremo nel paragrafo 2.2.2. Certamente il nuovo assetto di regole favorisce l’effettività della tutela dell’investitore, diversamente da quanto avveniva in applicazione della disciplina previgente, che prevedeva il mero rilascio di una dichiarazione da parte del legale rappresentante della società-investitore.

(c) i clienti al dettaglio. La categoria del cliente al dettaglio viene invece individuata *de residuo*.

Sono infatti clienti al dettaglio quei soggetti che non sono né controparte qualificata, né cliente professionale. Essi sono i clienti ritenuti privi delle specifiche competenze professionali necessarie al fine di orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento.

Per questo motivo, tali soggetti godono della massima tutela prevista dal legislatore: gli obblighi informativi di cui ci occuperemo nel prosieguo sono applicati integralmente nei loro confronti.

¹⁴²SESTA, *Servizi di investimento, obblighi di informazione e tutela del cliente*, IV Congresso nazionale di aggiornamento professionale organizzato dal Consiglio Nazionale Forense, Scuola Superiore dell’Avvocatura, reperibile on-line.

2.2.1 La riclassificazione della clientela: la regola dell'ascensore

Nel nuovo sistema, merita sottolinearlo, è prevista la possibilità di “riclassificare” il cliente, ad iniziativa dello stesso o dell'intermediario.

Si applica la c.d. regola dell'ascensore¹⁴³: un cliente può chiedere di essere trattato diversamente e cioè passare da una categoria superiore o inferiore (con riferimento allo specifico grado di tutela).

Sono possibili sia passaggi di categoria che comportano un aumento del livello di tutela previsto (c.d. *downgrading*), sia passaggi di categoria che riducono il livello di informativa e di tutela (c.d. *upgrading*).

Invero, l'unico caso di *upgrading* consentito è il passaggio da cliente al dettaglio a cliente professionale; mentre per quanto riguarda l'ipotesi di *downgrading*, è consentito il passaggio da controparte qualificata a cliente professionale, da controparte qualificata a cliente al dettaglio e, infine, da cliente professionale a a cliente al dettaglio.

L'intermediario dovrà accettare la richiesta del cliente e obbligarsi a fornire un diverso livello (più o meno elevato) di protezione, ai sensi del quarto comma dell'art. 58 regolamento Consob del 2007¹⁴⁴.

In tale visione “dinamica” della classificazione della clientela viene in rilievo la figura del cliente professionale su richiesta.

¹⁴³Già l'art. 31 regolamento Consob del 1998 permetteva che tra cliente e intermediario vi fosse un “diverso accordo”, in merito all'applicazione-disapplicazione delle regole di protezione.

¹⁴⁴Si tratta, infatti, di un apposito accordo scritto tra cliente ed intermediario, nel quale dovranno essere indicati i servizi, le operazioni e i prodotti per i quali si applica il trattamento riservato ai clienti professionisti o al dettaglio. Si veda sul punto, TUCCI, “Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011, 181 ss.; PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in www.dirittobancario.it, 2011, 13-14.

2.2.2 Dall'operatore qualificato al cliente professionale su richiesta: i nuovi presupposti

Come sopra anticipato, la figura dell'operatore qualificato è stata, in un certo senso, sostituita da quella del cliente professionale. In particolare, appare interessante, a parere di chi scrive, confrontare i requisiti richiesti nella normativa *ante* MiFID per individuare un soggetto operatore qualificato (ci si riferisce in particolare alla cennata dichiarazione del legale rappresentante *ex* art. 31 Regolamento Consob n. 11522 del 1998), con i requisiti oggi richiesti al fine di consentire che un soggetto possa essere identificato quale cliente professionale¹⁴⁵.

La direttiva MiFID consente che un soggetto, non cliente professionale di diritto, possa chiedere di essere trattato come tale: la qualificazione è ammessa previa verifica dell'esistenza di determinati criteri di identificazione e previa realizzazione di un determinato iter procedurale.

Inoltre, il legislatore europeo – alla luce probabilmente del dibattito sorto sotto la vigenza della precedente disciplina – ha espressamente previsto che l'intermediario non può operare alcuna riduzione della protezione, se non dopo aver valutato adeguatamente la competenza, l'esperienza e le conoscenze del cliente¹⁴⁶.

¹⁴⁵È stato osservato che “la dichiarazione del cliente non è più sufficiente ai fini dell'attribuzione della qualifica professionale richiesta. La dichiarazione alla stregua della nuova disciplina, rappresenta solamente il primo atto di un procedimento di valutazione della competenza del cliente che è interamente a carico dell'intermediario. In questo modo dovrebbe finalmente essere ridimensionato il rischio tra quanto attestato e quanto è reale”, SALATINO, *Contratti di swap. Dall'operatore qualificato al cliente professionale: il tramonto delle dichiarazioni “autoreferenziale”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 217.

¹⁴⁶Così si esprime il paragrafo II.1, terzo capoverso, dell'Allegato II della direttiva MiFID: “qualunque riduzione della protezione prevista dalle norme standard di comportamento delle imprese è considerata valida solo se dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente l'impresa di investimento possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume”. Sulle nuove disposizioni in materia, si legga MEUCCI, “Operatore qualificato” nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in *Obbl. e contr.*, 2008, 341 ss.; PROIETTO, *La nozione di*

I criteri identificativi che la normativa europea impone sono sostanzialmente tre: *i*) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro precedenti; *ii*) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, deve superare 500.000 EUR; *iii*) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

Al fine di poter validamente accettare una richiesta di qualificazione quale cliente professionale, la normativa richiede la sussistenza di almeno due dei tre requisiti sopra elencati.

Ma non è sufficiente. Il cliente potrà essere inquadrato quale cliente professionale, solo all'esito di una specifica procedura, che si articola in tre fasi.

In principio, i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto un ad solo servizio od operazione finanziaria in particolare.

In secondo luogo, l'intermediario deve avvertire tali clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali siano le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere.

Infine, i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

L'Allegato alla direttiva MiFID, peraltro, prosegue aggiungendo "*prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, le imprese di investimento devono essere tenute a prendere tutte le misure ragionevoli possibili per*

operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina, in *Contr.*, 2008, 1138 ss.; CONTI, *Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID*, in CONTI, SABATINI e COMPORTI, *La direttiva Mifid e gli effetti del suo recepimento*, Quaderno n. 238, Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e borsa – Milano, 2007.

*accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi tutti i requisiti indicati*¹⁴⁷.

È evidente come la nuova normativa abbia introdotto dei rilevanti elementi di rottura rispetto alla previgente. Diametralmente opposta, infatti, sembrerebbe la logica sottostante alla disciplina relativa all'operatore qualificato, rispetto a quella del cliente professionale su richiesta.

Si passa dall'auto-dichiarazione del legale rappresentante della società-cliente, che attesti le specifiche competenze ed esperienze in materia di contrattazione finanziaria, alla necessaria compresenza di presupposti di carattere tecnico-oggettivo e di un rigido procedimento di valutazione del cliente e delle sue caratteristiche.

Nella normativa *ante* MiFID e secondo il citato orientamento giurisprudenziale c.d. formalistico (peraltro accolto in parte dalla Corte di Cassazione), l'intermediario non doveva compiere alcun tipo di verifica circa l'effettiva sussistenza dei requisiti dichiarati in capo al cliente; ora, oltre a parametri oggettivi (numero di operazioni effettuate, valore del portafoglio e esperienza lavorativa del cliente nel mercato in questione), il legislatore richiede proprio all'intermediario di porre in essere la procedura di valutazione sopra descritta, nonché di porre in essere *"tutte le misure ragionevoli"* per accertarsi che il cliente possieda effettivamente i requisiti richiesti dalla legge.

Certamente la nuova normativa ha portato ad un innalzamento di tutela, sia perché ha sancito l'onere da parte dell'intermediario di verificare effettivamente la sussistenza dei requisiti di competenza, esperienza e conoscenza del cliente, sia perché ha stabilito dei caratteri oggettivi (in particolare con riferimento alle dimensioni della società-cliente) che probabilmente vanno ad escludere parte delle PMI, spesso tra le più coinvolte in controversie in materia di mercati finanziari e, infine, anche perché ha predisposto una "serrata" procedura di valutazione che vede coinvolto l'intermediario in prima persona.

Alcuni brevi cenni possono essere fatti in relazione al particolare regime

¹⁴⁷ Allegato II direttiva MiFID, paragrafo II.2, secondo capoverso.

di transizione tra la normativa previgente e quella di cui alla direttiva MiFID. Ci si riferisce al passaggio da “operatore qualificato” a “cliente professionale su richiesta”.

L’art. 113 del regolamento Consob n. 16190 del 2007 prevede due ipotesi: i clienti già classificati come operatori qualificati che, in base alla nuova disciplina, devono considerarsi clienti al dettaglio e i clienti già classificati come operatori qualificati che, in base alla nuova disciplina, possono considerarsi clienti professionali.

Con riguardo ai primi, gli intermediari dovranno provvedere a comunicare la diversa classificazione, in occasione del primo contatto utile con il cliente o, in mancanza, entro il 30.6.2008. Nello stesso arco temporale, l’intermediario dovrà comunicare a tutti i clienti l’eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione, nonché i limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della tutela.

Con riguardo ai secondi, invece, sarà compito dell’intermediario effettuare una valutazione in tale senso, da comunicare naturalmente al cliente nei termini sopra indicati.

CAPITOLO TERZO: Il profilo oggettivo

SOMMARIO: 1. IL CONTRATTO QUADRO (O C.D. MASTER AGREEMENT) – 1.1 IL CONTENUTO – 1.2 LA NATURA GIURIDICA – 1.3 LA FORMA DEL CONTRATTO – 1.4 VICENDE LEGATE AL CONTRATTO QUADRO – 1.4.1 MANCATA SOTTOSCRIZIONE DA PARTE DELL'INTERMEDIARIO – 1.4.2 MANCATO ADEGUAMENTO ALLA NORMATIVA SOPRAVVENUTA – 2. LE SUCCESSIVE OPERAZIONI FINANZIARIE – 2.1 LA NATURA GIURIDICA – 2.2 LA FORMA DELLE SUCCESSIVE OPERAZIONI – 2.3 PROFILI DI ORDINE PROCESSUALE – 2.4 QUALE RAPPORTO SUSSISTE TRA IL PRIMO E I SECONDI? – 3. IN PARTICOLARE: IL CONTRATTO DERIVATO – 3.1 ORIGINE, NOZIONE E TIPOLOGIE CONTRATTUALI – 3.2 NATURA GIURIDICA – 3.3 DERIVATI A SCOPO DI COPERTURA E DERIVATI A SCOPO SPECULATIVO – 3.4 (SEGUE) LA MANCANZA DELLA CAUSA CONCRETA DEL CONTRATTO DERIVATO AL VAGLIO DELLA GIURISPRUDENZA

1. Il contratto quadro (o c.d. *master agreement*)

1.1 Il contenuto

L'attività di prestazione di servizi di investimento tra intermediario finanziario e cliente si articola, normalmente, su due livelli¹⁴⁸.

¹⁴⁸L'espressione è stata inaugurata in dottrina da DELLA CASA, secondo il quale “*tra i risparmiatori e gli intermediari finanziari intercorrono contratti che si collocano su due livelli diversi. La prestazione di servizi di investimento presuppone, in primo luogo, la stipulazione di un contratto quadro, che prevede la negoziazione di strumenti finanziari per conto del cliente. Quest'ultimo impartisce, poi, ordini di acquisto che l'intermediario può eseguire in due modi: vendendo al cliente “in contropartita diretta” il titolo che si trova già nel suo portafoglio, oppure acquistandolo sul mercato per poi trasferirlo al cliente. Il contratto quadro, in virtù del quale l'intermediario si obbliga a prestare il servizio di investimento, prelude, dunque, alla conclusione di ulteriori contratti, che avviene in base allo schema delineato dall'art. 1327 c.c.: spesso l'ordine di acquisto impartito dal cliente viene eseguito dalla banca in assenza di una dichiarazione di accettazione*”, in *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno*

In un primo momento le parti stipulano il contratto relativo alla prestazione del servizio d'investimento per la negoziazione, la ricezione e la trasmissione degli ordini relativi a strumenti finanziari (c.d. contratto quadro, o *master agreement*), volto alla regolamentazione di una pluralità di rapporti con il medesimo cliente.

Come vedremo, il contratto quadro deve contenere la disciplina generale del rapporto tra i contraenti, secondo quanto disposto dall'art. 23 T.U.F. e dall'art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007.

Successivamente, l'intermediario provvede ad eseguire i singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente, in virtù delle regole che le parti si sono imposte in sede di stipula del contratto quadro¹⁴⁹.

È tuttavia sin d'ora doveroso osservare che il rapporto negoziale deve ritenersi valido anche nel caso in cui le parti, pur non avendo sottoscritto alcun contratto quadro, stipulino autonomi contratti in occasione di singole operazioni di investimento: questi ultimi però dovranno possedere i requisiti di sostanza e di forma imposti dai citati articoli 23 T.U.F. e 37 Regolamento Consob n. 16190/2007 per il contratto quadro.

Si pensi all'ipotesi in cui un cliente al dettaglio compia un'unica operazione finanziaria con l'intermediario: in tal caso, la sottoscrizione di un contratto quadro non avrebbe alcuna valenza significativa, essendo esso per definizione volto alla regolamentazione di una pluralità di rapporti con l'intermediario¹⁵⁰.

e resp., 2005, 1245.

¹⁴⁹Il contratto di investimento in strumenti finanziari è stato definito come quel contratto “con il quale il risparmiatore affida il proprio patrimonio, in toto o in parte, ad un intermediario, in funzione di una operazione o di un servizio finalizzato a consentirgli di usufruire delle possibilità reddituali del mercato mobiliare correndone i rischi: la sua funzione economico-sociale si sostanzia nell'assicurare al risparmiatore la prestazione promessagli al momento dell'offerta secondo i criteri di alta professionalità e di correttezza, nonché di rispondenza agli interessi consapevoli del risparmiatore stesso”, BOCCHICCHIO, *L'investimento in strumenti finanziari ed il ruolo dell'intermediazione: rapporti tra negoziazione, gestione e distribuzione*, in *Dir. ed econ. assicuraz.*, 2002, 24.

¹⁵⁰L'esempio forse più classico, nonché più frequente, è quello del cliente che stipula un contratto di mutuo con una banca e, contemporaneamente, sottoscrive un contratto di IRS, a copertura della variazione del tasso di interesse. È evidente che, in questo caso, non avrà

Sulla questione si è espresso il Tribunale di Novara, con pronuncia del 18.1.2007, il quale ha riconosciuto la validità ed efficacia non solo di una singola operazione priva di un antecedente contratto quadro, ma munita di tutti i requisiti *ex lege* previsti, ma altresì la validità di una pluralità di operazioni così concluse, sostenendo che “*deve ritenersi assolto l’obbligo della forma scritta previsto dall’art. 23 T.U.F. qualora le parti non sottoscrivano il cd. contratto quadro ma vari contratti di analogo contenuto in occasione di ogni singola operazione di investimento*”¹⁵¹.

Ciò che rileva, pertanto, è il possesso di quegli elementi formali e sostanziali che il legislatore ha previsto per il contratto quadro, in modo da garantire un eguale trattamento della clientela (soprattutto in termini di elevata protezione).

Prima di analizzare gli aspetti forse più interessanti, inerenti alla natura giuridica e alla forma del contratto quadro, profili, questi, che hanno interessato sia la dottrina che la giurisprudenza in materia, si rende opportuno verificare quale sia il contenuto di tale contratto.

L’art. 37, secondo comma, del vigente regolamento Consob n. 16190/2007

alcuna utilità stipulare un contratto quadro volto a regolare una serie indistinta di rapporti tra i contraenti, essendo sufficiente – trattandosi di operazione singola – la sottoscrizione del singolo contratto, purché quest’ultimo rispetti i requisiti di forma e sostanza secondo il disposto normativo sopra citato.

¹⁵¹La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. La parte motiva della pronuncia continua così: “*è esclusivamente il contratto-quadro laddove le singole transazioni ad esso conseguenti devono intendersi quali atti esecutivi di una operazione negoziale complessa che trova la propria genesi nel mandato conferito dall’investitore all’intermediario finanziario affinché questo operi, per suo conto, sul mercato mobiliare. Il concreto tenore delle pattuizioni intercorse fra le parti in occasione della negoziazione di ciascuna operazione di swap de quibus, così come documentate sulla base della produzione della convenuta, vale senz’altro ad integrare i requisiti di forma previsti dall’art. 23 cit., dal momento che ciascuno dei contratti stipulati contestualmente all’operazione di swap prevede regole di ordine generale per la stipulazione di operazioni del medesimo genere (interest rate swap), di fatto ponendosi, nel quadro delle fonti negoziali, poste a fondamento del rapporto fra le parti in causa, come potenziale contratto quadro, sia pur limitato alle operazioni di swap*”. in senso conforme si sono pronunciati altresì APP. GENOVA, 30.6.2006, in *Giur. merito*, 2007, 1910 ss.; TRIB. MONZA, 4.6.2008 e TRIB. MONZA, 19.2.2008, entrambe reperibili in www.ilcaso.it.

stabilisce che il contratto quadro: “a) *specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate*; b) *stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso*; c) *indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*; d) *prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell’attività svolta*; e) *indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente*; f) *indica le remunerazioni spettanti all’intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell’art. 52*; g) *indica se e con quali modalità e contenuti in connessioni con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti*; h) *indica le altre condizioni contrattuali convenute con l’investitore per la prestazione del servizio*; i) *indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell’art. 32-ter del testo unico*”.

Come si può notare, il primo contratto che si conclude tra intermediario e investitore è composto da una articolata pluralità di elementi, i quali disegnano e determinano la cornice entro la quale l’intermediario può e deve operare.

La norma regolamentare sopra descritta sancisce, quindi, il contenuto minimo che il contratto quadro deve possedere, previsto per la validità dello stesso¹⁵². Ne consegue che, in mancanza di uno degli elementi ivi previsti, il

¹⁵²Come è stato ben evidenziato da TRIB. TORINO, 12.2.2007: “È sempre richiesta dall’articolo 23 del D.lgs. n. 58/1998 la forma scritta *ad substantiam* del contratto concernente la prestazione di attività di intermediazione finanziaria e servizi di investimento,

contratto sarà invalido¹⁵³.

Merita evidenziare che la formulazione della disposizione in esame, rispetto a quella del precedente Regolamento Consob n. 11522/1998 (art. 30)¹⁵⁴, ha introdotto alcune modifiche sostanziali, che hanno interessato le lettere a) ed e) della norma. Diversamente, le lettere f), g), ed i) sono state introdotte *ex novo* dalla Commissione Nazionale per le società e la borsa (Consob).

Quest'ultima, infatti, in seguito all'adozione della direttiva MiFID, ha ritenuto opportuno specificare che il contratto quadro indichi altresì "*il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate*", richiedendo quindi un maggiore dettaglio nella descrizione del servizio contrattato (lett. a) art. 37 Regolamento Consob del 2007).

Alla lettera e), invece, è venuto meno il riferimento a "*le modalità di costi-*

del quale è indicato, all'articolo 30 del Regolamento Consob n. 11522/98, il contenuto minimo indispensabile di validità costituito dalla natura dei servizi forniti, modalità di svolgimento degli stessi, entità e criteri di calcolo della loro remunerazione, eventuali altre condizioni particolari convenuti con il cliente", in www.ilcaso.it.

¹⁵³In giurisprudenza, si veda la pronuncia di TRIB. ROMA, 30.6.2011, secondo il quale "*I contratto di intermediazione avente ad oggetto la negoziazione in prodotti derivati deve necessariamente indicare, a pena di nullità, la somma messa a disposizione dal cliente per l'investimento in prodotti derivati*", in www.ilcaso.it.

¹⁵⁴Il testo dell'art. 30 regolamento Consob n. 11522/1998 era il seguente: "*Contratti con gli investitori: 1. Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata all'investitore. 2. Il contratto con l'investitore deve: a) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche; b) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; c) indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni; d) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta; e) indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant; f) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio. 3. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alla prestazione dei servizi: a) di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza; b) accessori, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*".

tuzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte”, richiedendo ora la previsione della “soglia delle perdite” nel caso di posizioni su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali “superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente”: deve quindi essere chiaro il parametro di “rischio” del cliente.

Tra i contenuti introdotti nel 2007, poi, si segnala l’obbligo di indicare i seguenti elementi: le remunerazioni spettanti all’intermediario (lettera f)), le modalità e i contenuti di una eventuale attività di consulenza (lettera g)) e la determinazione di eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale delle controversie (lettera i)).

La disciplina, come si potrà notare, ha subito una profonda revisione, frutto ed espressione della volontà del legislatore europeo di garantire un’efficace protezione del contraente debole.

1.2 La natura giuridica

Soffermandosi sulle tematiche principali della materia, occorre evidenziare innanzitutto che l’aspetto più discusso, sia in giurisprudenza che in dottrina, è rappresentato dalla natura giuridica del contratto quadro, tema quest’ultimo che è stato oggetto di due diversi orientamenti.

Da un lato vi è stato chi ha ricondotto il contratto quadro alla figura tipica del contratto di mandato, dall’altro chi lo ha qualificato come contratto normativo. Come si vedrà nel prosieguo, dalla ricostruzione della natura giuridica del contratto quadro, dipende giocoforza la determinazione della natura giuridica e della relativa disciplina dei singoli ordini impartiti successivamente dal cliente¹⁵⁵.

¹⁵⁵Non manca in dottrina chi si è limitato ad affermare che il master agreement costituisce, ad ogni modo, in contratto necessario, alla luce di quanto previsto dall’art. 30 del Regolamento Consob n. 11522/1998. Cfr. PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, 2008, 179.

È in ogni caso opportuno evidenziare fin d'ora che il cennato dibattito non ha sollevato e non solleva tutt'ora alcun dubbio circa la sussistenza dell'obbligo della forma scritta del contratto quadro ai sensi dell'art. 23 T.U.F.¹⁵⁶, pacifico essendo che – come vedremo nel paragrafo successivo – quest'ultima è necessaria indipendentemente dalla ricostruzione che si intende accogliere.

(a) il contratto quadro quale contratto di mandato. L'orientamento maggioritario in dottrina e giurisprudenza riconduce il contratto quadro alla figura del contratto di mandato, ritenendo quest'ultimo l'unica possibile fattispecie legale di riferimento¹⁵⁷.

L'intermediario sarebbe quindi mandatario nei confronti del cliente¹⁵⁸:

¹⁵⁶Tra i contributi più recenti che lo hanno confermato, si rinvia a BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 41. In dottrina, si vedano anche DELLA VECCHIA, *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Società*, 2011, 675 ss.; NOCCO, *Ordine di negoziazione di titoli "Parmalat" ed inosservanza della forma scritta*, in *Danno e resp.*, 2011, 863 ss.; DELLA VEDOVA, *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione di servizi di investimento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 505 ss.; MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1639. In giurisprudenza, tra le pronunce più recenti si veda CASS., 22.12.2011, n. 28432, cit..

¹⁵⁷Aderiscono a tale impostazione, PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, II, 122; DUCCI, *Negoziiazione, gestione di portafoglio e ordini telefonici*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 81; MAFFEIS, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *Contr.*, 2007, 238; GALGANO-ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in GALGANO e VISINTINI (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in *Trattato Galgano*, XLIII, Cedam, 2006, 68; BRECCIA, *La forma*, in *Trattato Roppo*, I, Giuffrè, 2006, 545; MARIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1639 ss.; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 175. In giurisprudenza, si veda tra le più recenti, TRIB. MILANO, 19.4.2011, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, II, 794 ss., con nota di GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*; TRIB. TORINO, 21.1.2011; TRIB. GORIZIA, 30.1.2009; TRIB. ORISTANO, 12.6.2007 e TRIB. MILANO, 26.4.2007; TRIB. CATANIA, 23.1.2007; TRIB. ROVERETO, 18.1.2006, tutte in www.ilcaso.it.

¹⁵⁸Parte della giurisprudenza lo ha assimilato al contratto di commissione ex art. 1371 c.c.. Cfr. TRIB. TORINO, 5.1.2010, secondo il quale *"La mancata conclusione in forma scritta del contratto quadro di investimento, che può essere ritenuto un contratto quadro di commissione ex art. 1371 c.c., determina la nullità delle operazioni di negoziazione per*

in tale prospettiva, i singoli ordini successivi “*costituirebbero solo il momento esecutivo del contratto gestorio, ed il momento attuativo del programma negoziale contenuto proprio nel contratto di prestazione dei servizi di investimento e, come tali, non potrebbero, quindi, essere considerati come atti di autonomia contrattuale*”¹⁵⁹.

È stato sostenuto in dottrina¹⁶⁰ come la riconducibilità al contratto di mandato risultasse invero indubbia nel vigore della normativa in materia *ante* T.U.F., laddove l’art. 13 della legge n. 1/1991 “*Disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull’organizzazione dei mercati mobiliari*”, nota anche come “legge SIM” richiamava espressamente la diligenza del mandatario.

Con l’entrata in vigore del citato testo unico della finanza del 1998, invece, tale prospettiva avrebbe iniziato a vacillare.

La dottrina sopra richiamata ha infatti osservato che “*con il tempo si è cominciato a dubitare della correttezza di tale qualificazione, dubbi vieppiù aumentati e consolidatisi successivamente alla riforma attuata con l’entrata in vigore del TUF e del relativo regolamento di attuazione che ha più dettagliatamente specificato la disciplina degli obblighi comportamentali imposti agli intermediari, delineando in questo modo una serie di caratteri tipici dei contratti di investimento che consentono oramai di considerarli autonomamente e separatamente rispetto alla figura del mandato*”¹⁶¹.

L’art. 23, sesto comma, T.U.F., infatti, richiama espressamente la prova della “specifica diligenza richiesta”, ovvero una diligenza qualificata *ex art.* 1176, secondo comma c.c.. Una parte della giurisprudenza ha sostenuto che

conto terzi e comporta l’obbligo per l’intermediario di restituire la provvista prelevata per l’esecuzione dell’ordine”, in www.ilcaso.it.

¹⁵⁹BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, 153.

¹⁶⁰PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, 2008, 181 ss., la quale richiama altresì alcune pronunce giurisprudenziali che confermano tale ricostruzione, tra cui si segnala per la chiarezza CASS. 16.3.1999, n. 2336, in *Giust. civ.*, 1999, I, 2333 ss.

¹⁶¹PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, 2008, 182.

tale richiamo ad una diligenza qualificata “*non costituisce una mera ripetizione della regola codicistica, ma vuole significare uno specifico affidamento di chi entra in contatto con lui nelle sue qualità e abilità professionali*”¹⁶² e che, con l’entrata in vigore del T.U.F., “*i principi di condotta imposti agli intermediari non possono essere letti riduttivamente nel quadro della disciplina del mandato*”¹⁶³.

Ad avviso di chi scrive, la riconduzione alla figura tipica del contratto di mandato apparirebbe riduttiva anche in relazione ad un diverso aspetto. Alcuni profili di criticità infatti emergerebbero in punto di determinabilità dell’oggetto del contratto (di mandato), posto che la sua determinazione sarebbe lasciata ai successivi ordini.

Come ha osservato il Tribunale di Venezia, con sentenza del 30.5.2007, “*se è pur vero che, secondo la dottrina tradizionale, il mandato “tollera un alto grado di indeterminatezza” nel suo contenuto, nel senso che il regolamento iniziale può essere integrato a volta a volta che le esigenze lo richiedono, a mezzo di istruzioni impartite dal mandante, tuttavia, il contratto quadro, sulla base di quanto sopra illustrato, presenta un livello davvero assoluto di indeterminatezza, atteso che il suo contenuto, sotto il profilo del programma che deve attuare il mandatario, non viene solo “integrato” ma addirittura “determinato integralmente” di volta in volta dall’autonoma manifestazione*

¹⁶²TRIB. FIRENZE, 18.2.2005, in www.ilcaso.it.

¹⁶³TRIB. FIRENZE, 19.4.2005, in www.ilcaso.it. Conforme, TRIB. VENEZIA, 22.11.2004, in *Contr.*, 2005, 8, con nota di MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello del credito ai consumatori*. Al riguardo si osserva tuttavia come il dibattito sia molto ampio e ancora aperto. Sul punto per esempio si segnala la pronuncia TRIB. CATANIA, 21.10.2005, in www.ilcaso.it, secondo il quale “*il contratto stipulato inter partes, pur se non riconducibile, pedissequamente, all'alveo della disciplina dettata in tema di mandato, da questa tuttavia deriva la sua struttura di base (concretandosi in un contratto di durata con il quale l'investitore conferisce all'intermediario l'incarico avente ad oggetto, per l'appunto, l'attività di negoziazione e raccolta ordini su strumenti finanziari) dalla quale deriva in termini di evidente rilevanza in punto alla regolamentazione degli obblighi di diligenza imposti al mandatario (in considerazione della specialità dell'oggetto dell'incarico e dei soggetti che lo eseguono) ma non con riferimento al momento dell'esecuzione dell'incarico*”.

di volontà del cliente. Verosimilmente, proprio in relazione alla constatazione che il contratto quadro è completamente privo di un proprio programma negoziale, la Suprema Corte (...) riconosce autonoma dignità negoziale ai singoli contratti – definendoli tali – che vengono di volta in volta conclusi tra intermediario e cliente con il conferimento dell'ordine da parte di quest'ultimo e l'accettazione della banca, che può manifestarsi attraverso la diretta esecuzione”¹⁶⁴.

Le argomentazioni sollevate dal tribunale veneziano paiono invero convincenti: il contenuto minimo del contratto quadro, così come sancito *ex art.* 37 regolamento Consob n. 11690/2007, non risulterebbe certamente determinato, ma sicuramente quantomeno determinabile.

Di diverso avviso rimane in ogni caso la giurisprudenza sopra citata, che conclude: *“la circostanza che i singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente, una volta accettati dall'intermediario, diano vita ad autonome fattispecie negoziali – questi sì che possono configurarsi come contratti di mandato in caso di negoziazione per conto terzi mentre sono veri e propri contratti di compravendita in caso di negoziazione per conto proprio – comporta che l'eventuale violazione delle prescrizioni di forma imposti dal T.U.F. e dal Regolamento Consob per i singoli ordini produce conseguenze dirette sui singoli atti di acquisto dei titoli mentre non provoca immediate ricadute sulla sorte del contratto quadro”¹⁶⁵.*

(b) il contratto quadro quale contratto normativo Un diverso orientamento¹⁶⁶ riconduce il contratto quadro alla fattispecie del contratto nor-

¹⁶⁴La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Per un commento, si rinvia a BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008, 153 ss.

¹⁶⁵TRIB. VENEZIA, 30.5.2007, cit.

¹⁶⁶In dottrina si leggano, CASTRONOVO, *Il diritto della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, II, 309; CAROZZI, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 697. Sulla natura contrattuale del c.d. contratto normativo, che deriverebbe dalla formulazione letterale dell'art. 1321 c.c., in base alla quale il contratto risulterebbe altresì volto a regolamentare rapporti giuridici patrimoniali, si rinvia all'opera di SACCO, in SACCO-DE NOVA, *Il*

mativo¹⁶⁷.

Sulla base di questa ricostruzione, il contratto quadro avrebbe la funzione di regolamentare in via generale il servizio di investimento prestato dall'intermediario in favore del cliente: esso “*sarebbe del tutto privo – come invece avviene nel contratto di mandato – di un seppur minimo programma negoziale [...] il contratto quadro, sotto questo profilo, ha un contenuto “vuoto”*”¹⁶⁸.

Per definizione, quindi, il contratto quadro rappresenterebbe la cornice degli assetti regolamentari del rapporto contrattuale di prestazione di servizio di investimento, volto pertanto a disciplinare le singole attività di investimento e i singoli servizi, nonché a stabilire le modalità per impartire gli ordini, la durata del rapporto, e quant'altro.

Come sostenuto recentemente da autorevole dottrina, “*prima dell'entrata in vigore del T.U.F., pochi dubbi vi erano sulla riconducibilità del rapporto intermediario-investitore al contratto di mandato ma, col tempo, questo orientamento ha perso vigore sulla scorta dell'entrata in vigore del T.U.F. e del relativo regolamento di attuazione, i quali hanno dettagliato la disciplina dei contratti di investimento attribuendo agli stessi una propria natura separata da quella del mandato. Si precisa a riguardo che, mentre l'art. 13 l.*

contratto, II, in *Trattato Sacco*, Utet, 2004, 302 ss. e di FAVALE, *Forme “extralegali” e autonomia negoziale*, Napoli, 1994, 249 ss.. In giurisprudenza, invece, si segnala in particolare TRIB. VENEZIA, 30.5.2007, cit.

¹⁶⁷In punto di contratto normativo, in particolare, si veda BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Utet, 1960, 114; MESSINEO, *Contratto normativo e contratto tipo*, in *Enc. Dir. X*, Milano, 1962, 116 ss.; GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Cedam, 1994, 233 ss.; D'ARCANGELO, *Il contratto normativo*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 62 ss. Sulla natura contrattuale del c.d. contratto normativo, che deriverebbe dalla formulazione letterale dell'art. 1321 c.c., in base alla quale il contratto risulterebbe altresì volto a regolamentare rapporti giuridici patrimoniali, si rinvia all'opera di SACCO, in SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, II, in *Trattato Sacco*, Utet, 2004, 302 ss. e di FAVALE, *Forme “extralegali” e autonomia negoziale*, Napoli, 1994, 249 ss..

¹⁶⁸TRIB. VENEZIA, 30.5.2007, cit. Tra le pronunce più recenti, si veda TRIB. NOVARA, 23.6.2012: “*Il contratto quadro che disciplina ed indica tutti i servizi di investimento oggetto della prestazione costituisce regolamentazione applicabile, in via di integrazione, ai contratti relativi alle singole operazioni di investimento, senza che a dette operazioni possa, però, disconoscersi il proprium di autonome operazioni contrattuali*”, in www.ilcaso.it.

*1/1991 richiedeva la diligenza del mandatario, il 6° co. dell'art. 23 T.U.F. impone la prova della Specifica diligenza richiesta". [...] nel corso del tempo la riconduzione allo schema tipico del mandato è divenuta inattuale in ragione delle molteplici regole di condotta e degli obblighi informativi imposti all'intermediario dalla normativa di settore"*¹⁶⁹.

(c) conclusioni Dalla determinazione della natura giuridica del contratto quadro dipende la sorte dei successivi ordini.

A parere della scrivente, nonostante il contratto di mandato ammetta un elevato grado di indeterminatezza del suo contenuto (nel senso che il regolamento iniziale può essere integrato di volta in volta, a seconda delle esigenze, a mezzo di istruzioni impartite dal mandante, come sostiene da tempo la dottrina¹⁷⁰), con riferimento al contratto quadro il livello di indeterminatezza apparirebbe davvero assoluto.

Nel caso di specie, infatti, non si tratterebbe di una integrazione del contenuto dello stesso di volta in volta predisposta, per effetto delle successive istruzioni da parte del mandante, dal momento che, al contrario, nel contratto di intermediazione finanziaria è il singolo ordine del cliente che ne realizza e costituisce il relativo e unico contenuto.

Nel contratto quadro, in buona sostanza, il programma negoziale non solo è indeterminato, quanto quasi del tutto carente.

Si potrebbe invero sostenere che l'oggetto del contratto quadro risulterebbe determinato dall'art. 37, secondo comma del Regolamento Consob n.16190/2007, ma necessiterebbe di essere successivamente concretizzato.

Tale prospettiva potrebbe essere approfondita, laddove venisse esaminata alla luce della disciplina della vendita di cosa generica, alla quale sembra-

¹⁶⁹RAZZANTE, in *Contratti di negoziazione e "negoziazione d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI-LENER, Utet, 2011, 1140.

¹⁷⁰SANTAGATA, *Il mandato. Disposizioni generali*, artt. 1703 – 1709, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Zanichelli, 1985, 510 ss.

rebbe avvicinarsi: nella fattispecie in esame, il successivo ordine potrebbe rappresentare infatti un atto di specificazione.

Riconoscendo poi natura di negozio giuridico all'atto di specificazione (è noto invero come tale questione sia ancora oggi dibattuta), nel caso di sussistenza di patologie del contratto, l'investitore potrebbe quindi agire direttamente contro i singoli ordini (e non esclusivamente contro il contratto quadro). In questo caso, l'investitore potrà infatti impugnare il singolo ordine sulla base delle norme di carattere generale relative ai rimedi contro i vizi della volontà.

Qualora si ritenesse di seguire invece il primo orientamento, ovvero quello che riconduce il contratto quadro al contratto di mandato, i singoli ordini non potrebbero essere autonomamente "aggrediti": egli potrà eventualmente agire solo nei confronti del contratto quadro, con tutte le conseguenze del caso¹⁷¹.

1.3 La forma del contratto

Il vigente primo comma dell'art. 23 T.U.F.¹⁷² sancisce l'obbligo della forma scritta *ad substantiam* in relazione al contratto quadro, a pena di nullità. La disposizione, infatti, recita così: "*I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'art. 1, comma 5, lett. f)*¹⁷³, *e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento*¹⁷⁴ *che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi*

¹⁷¹A meno che non si consideri di qualificare l'atto di specificazione quale atto simile al negozio.

¹⁷²Così come risulta modificato dall'art. 4.3, lett. a) del d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

¹⁷³Il riferimento è all'attività di consulenza in materia di investimenti.

¹⁷⁴Deliberazione Consob 29 ottobre 2007, n. 16190.

di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo”.

Allo stesso modo – naturalmente – la fonte regolamentare (art. 37, primo comma, del regolamento Consob n. 11920/2007¹⁷⁵), ha previsto l’obbligo della forma scritta *ad substantiam* per il contratto con il quale l’intermediario finanziario si impegna a fornire un servizio di investimento, prevedendo altresì l’obbligo dello stesso di consegnarne una copia al cliente.

Invero la Consob, nel lasso di tempo intercorrente tra il primo regolamento del 1998 e il secondo regolamento del 2007, è intervenuta ulteriormente sul punto predisponendo due comunicazioni.

Con la prima comunicazione n. DI/30369 del 21.4.2000, la Consob ha ribadito che l’obbligo della forma scritta riguarda esclusivamente il contratto quadro relativo alla prestazione del servizio di investimento (e non gli ordini relativi alle singole operazioni poste in essere nell’ambito dello stesso), sulla base del fatto che “*allo stato dell’ordinamento vigente, la conclusione del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve avvenire, di regola, per iscritto*”.

Con la seconda comunicazione, la n. DIN/5055217 del 3.8.2005, la Consob ha cercato di andare un po’ oltre, evidenziando che “*la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione del servizio d’investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dall’investitore, non è prescritto un particolare requisito di forma. Così, ad esempio, risulta la piena conformità alla normativa di riferimento (come espressamente confermato dagli artt. 27 e 29 del Regolamento 11522/1998) di un ordine impartito telefonicamente*”.

¹⁷⁵L’art. 37, primo comma, del regolamento Consob n. 16190/2007, invece, recita: “*Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente*”. Tale contenuto era già previsto dal precedente regolamento Consob n. 11522/1998, il quale all’art. 30, primo comma, dispone che: “*Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnato all’investitore*”.

Preme evidenziare che la previsione regolamentare del 2007 poc'anzi citata è stata accolta positivamente dalla dottrina, la quale ha individuato nell'obbligo contenuto all'art. 23 T.U.F. la funzione di protezione del cliente-investitore, così da rispondere quindi “*all'evidente esigenza di proteggere il contraente debole nella sua relazione contrattuale con una controparte in posizione di superiorità*”¹⁷⁶.

Già nella vigenza della normativa ante Testo unico della finanza, ovvero quella di cui alla L. 2 gennaio 1991, n. 1 (*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*, nota come “legge SIM”), la Suprema Corte ha avuto modo di osservare che “*ai sensi dell'art. 6, lett. c) della l. 1/1991, sulla attività di intermediazione mobiliare, è richiesta la forma scritta per i contratti che disciplinano i servizi, cioè i contratti quadro o normativi (nella specie contratto di domestic currency swap), e non anche [...] per gli specifici negozi conclusi nell'ambito di tali contratti quadro o normativi*”¹⁷⁷.

¹⁷⁶MACCABRUNI, *Evoluzione normativa dei doveri della banca nei contratti di gestione patrimoniale attraverso operazioni su strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 2, 242. Lo stesso Autore ha altresì osservato come l'art. 23 T.U.F. consenta di differenziare la forma dei contratti in relazione alla natura professionale dei contraenti. Conformi, GUADAGNO, *Mancato adeguamento del contratto quadro tra “nullità sopravvenuta parziale” e inefficacia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 612 ss.; SANGIOVANNI, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1684 ss.; ROVITO, *Commento all'art. 23, in Testo unico della finanza*, diretto da CAMPOBASSO, I, Utet, 2002, 199 ss.; ALPA, *Commento all'art. 23, in Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA-CAPRIGLIONE, I, Cedam, 1998, 257. In giurisprudenza, si veda APP. TORINO, 3.4.2012; TRIB. NOVARA, 19.7.2012; TRIB. BIELLA, 13.1.2012; TRIB. VIGEVANO, 8.5.2009; TRIB. FORLÌ, 7.5.2009; TRIB. FORLÌ, 18.9.2008; TRIB. TARANTO, 8.1.2008, tutte in www.ilcaso.it. Come è stato osservato da SANGIOVANNI, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contr.*, 2007, 781, nella prassi il testo contrattuale viene predisposto quasi sempre “unilateralmente” dall'intermediario, mentre il cliente spesso non ha realmente percezione e conoscenza del contenuto sottopostogli alla firma. Deve essere tenuto altresì in considerazione, che la materia di cui si sta parlando è molto tecnica ed estremamente complessa.

¹⁷⁷CASS., 7.9.2001, n. 11495, in *Contr.*, 2002, 26 ss., con nota di GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*. La norma in esame tuttavia non prevede alcuna sanzione di nullità per l'ipotesi di mancato rispetto della forma prescritta

Anche l'orientamento giurisprudenziale successivo¹⁷⁸, in linea peraltro con le prime interpretazioni della Consob, ha confermato che la forma prevista dall'art. 23 T.U.F. è richiesta *ad substantiam* solo con riferimento al contratto quadro; diversamente per i singoli ordini vigerebbe il principio di libertà di forma, in forza del quale le parti hanno facoltà di pattuire una forma convenzionale.

per il contratto quadro. Solo successivamente, l'art. 18 del d. legis. n. 415/1996, c.d. "decreto Eurosim", precisa che l'invalidità del contratto possa essere fatta valere solo dal cliente, integrando così una fattispecie di nullità relativa, o c.d. di protezione. Invero, prima dell'entrata in vigore della c.d. Legge SIM del 1991 per i contratti in esame non era prevista alcuna forma, né per la loro validità né ai fini della prova. Solo il citato art. 6 della legge SIM ha introdotto l'obbligo in capo agli intermediari di stipulare un contratto scritto. L'articolo prevedeva testualmente: "*Nello svolgimento delle loro attività le società di intermediazione mobiliare: (...) c) devono stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto nel quale siano indicati la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente; copia del contratto deve essere consegnata contestualmente al cliente*".

¹⁷⁸Cfr., ex multis, CASS., 22.12.2011, n. 28432, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 31, con nota di BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*; TRIB. LECCO, 20.7.2012; TRIB. RAVENNA, 2.9.2011; TRIB. BENEVENTO, 29.6.2010; TRIB. FORLÌ, 20.1.2010; TRIB. TORINO, 24.7.2008; TRIB. PARMA, 11.10.2007; TRIB. SANTA MARIA CAPUA VETERE, 4.10.2007; TRIB. ORISTANO, 12.6.2007; TRIB. MILANO, 26.4.2007; TRIB. MILANO, 4.4.2007; TRIB. MANTOVA, 22.3.2007; TRIB. TORINO, 12.2.2007, n. 930; TRIB. MODENA, 2.2.2007; TRIB. TRENTO, 1.2.2007, n. 218; TRIB. BIELLA, 26.1.2007; TRIB. BARI, 27.3.2006; TRIB. MILANO, 15.3.2006; TRIB. GENOVA, 28.8.2005; TRIB. MILANO, 25.7.2005; TRIB. VENEZIA, 22.11.2004 secondo la quale, in particolare, "*L'obbligo della forma scritta ad substantiam previsto dall'art. 23 del d. lgs. n. 58/98 deve intendersi riferito al cd. contratto quadro e non agli ordini di acquisto degli strumenti finanziari, per i quali il mancato rispetto della forma prevista nel contratto potrà configurare non una nullità bensì un inadempimento dell'intermediario alle obbligazioni assunte*"; tutte reperibili in www.ilcaso.it. In senso contrario, TRIB. TORINO, 25.5.2005 "*Sono nulli per violazione dell'art. 23 T.U.F. gli ordini di negoziazione di strumenti finanziari per i quali non sia stata adottata la forma scritta, essendo tale disposizione applicabile non solo al contratto quadro, bensì anche ai singoli ordini che sostanziano il contenuto di tale rapporto. La violazione in questione, trattandosi di nullità, non può essere sanata dal comportamento concludente delle parti*", in www.ilcaso.it. Sulla ratio dell'onere formale, si è espresso TRIB. TORINO, 1.2.2008, in www.dejure.giuffre.it, secondo il quale la forma scritta *ad substantiam* "*trova la sua ragione d'essere nella materia in esame soprattutto per essere un veicolo di informazione (e quindi di tutela) nei confronti dei singoli investitori*".

Recentemente la Suprema Corte si è nuovamente espressa sul punto, con sentenza 30.1.2013, n. 2185¹⁷⁹, affermando che “*L’art. 23 del T.U.F. dispone espressamente, a pena di nullità deducibile solo dal cliente, che i contratti relativi alla prestazione di servizi d’investimento debbono essere redatti per iscritto, fatta salva la possibilità che, per particolari tipi contrattuali, la Consob (sentita la Banca d’Italia) individui con regolamento una forma diversa. Tale disposizione, tuttavia, come già affermato da questa Corte (Cass. 22 dicembre 2011, n. 28432) si riferisce unicamente al contratto-quadro e non anche ai successivi atti negoziali aventi ad oggetto i singoli ordini del cliente che l’intermediario è tenuto ad eseguire*”. In questo senso, rileva anzitutto la formulazione dell’art. 30, comma 1, del regolamento Consob n. 11522/1998, “*il quale, impostando il tema dal punto di vista degli obblighi comportamentali gravanti sugli intermediari autorizzati, chiarisce che costoro non possono prestare i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto: espressione da cui agevolmente si ricava come il requisito della forma scritta riguardi il c.d. contratto-quadro, che è appunto quello sulla base del quale l’intermediario esegue gli ordini impartiti dal cliente, e non anche il modo di formulazione degli ordini medesimi. La modalità di tali ordini ed istruzioni, viceversa, è previsto sia indicata nel medesimo contratto-quadro (art. 30, cit., comma 2, lett. e), e quindi, lungi dall’essere soggetta ad una qualche forma legalmente predeterminata, è rimessa alla libera determinazione negoziale delle parti*”.

Secondo il giudice di legittimità, rileva al riguardo anche il disposto dell’art. 60 del citato regolamento Consob, il quale, prevedendo l’obbligo degli intermediari di registrare su nastro magnetico, o su altro supporto equivalente, gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori, non si limita solo a dettare una regola che opera sul mero piano della prova per garantire *ex post* la ricostruibilità del contenuto di tali ordini, ma ribadisce la piena legittimità e validità di quest’ultimi.

¹⁷⁹La sentenza è reperibile in www.dirittobancario.it.

Ad adiuvandum, la Corte di Cassazione richiama altresì l'art. 39 della sopravvenuta direttiva n. 2006/73/CE recante “*modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese d'investimento e le definizioni di taluni termini di tale direttiva*”, che ha imposto agli Stati membri di subordinare la prestazione dei servizi d'investimento (diversi dalla consulenza) alla conclusione, tra l'intermediario ed un “nuovo” cliente al dettaglio, di “un accordo di base scritto su carta o altro supporto durevole” dal quale risultino i diritti e gli obblighi essenziali dei contraenti. Infatti, “*nell'adeguarsi a queste disposizioni, il legislatore italiano non ha avvertito alcun bisogno di porre mano al testo previgente dell'art. 23 del TUF, ed anche la Consob, nell'emanare il nuovo regolamento n. 16190 del 2007, vi ha introdotto disposizioni (art. 37) sotto questo profilo del tutto analoghe a quelle contenute nel già citato art. 30 del regolamento anteriore: a riprova del fatto che già nel vigore di tali precedenti disposizioni il requisito della forma scritta doveva ritenersi necessario unicamente per il c.d. contratto-quadro*”¹⁸⁰.

Quindi, tralasciando temporaneamente i profili inerenti i singoli ordini di acquisto, che verranno approfonditi nel prosieguo del presente capitolo, con riferimento al *master agreement* è possibile affermare che oggi risulta indiscusso che tale contratto debba avere forma scritta, a pena di nullità.

Il terzo comma dell'art. 23 T.U.F. peraltro dispone che il contratto quadro privo della forma scritta è nullo. Tale specificazione non era forse necessaria, posto che già il secondo comma dell'art. 1418 c.c. sancisce che la mancanza di uno dei requisiti indicati dall'art. 1325 c.c. (tra i quali vi la forma) comporta la nullità del contratto¹⁸¹.

¹⁸⁰CASS. 30.1.2013, n. 2185, cit.

¹⁸¹In giurisprudenza si veda TRIB. MILANO 18.7.2006, in *Contr.*, 2006, 966 ss., con nota di SANGIOVANNI, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*; TRIB. MILANO, 25.3.2006, in *Corr. mer.*, 2006, 737 ss., con nota di SANGIOVANNI, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*; TRIB. MILANO, 25.7.2005, in *Contr.*, 2006, 460 ss., con nota di BATTELLI,

La nullità del contratto privo di forma scritta *ad substantiam* sarebbe risultata in ogni caso alla luce delle norme generali di cui al codice civile.

Di conseguenza, se il contratto è nullo, chi ha prestato qualcosa in base a esso ha diritto a ottenerne la restituzione, ai sensi dell'art. 2033 c.c., alla luce del quale chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere ciò che ha pagato, ovvero – nel nostro caso – l'intera somma messa a disposizione dell'intermediario per l'investimento.

In deroga alla disciplina generale dei contratti, che prevede che la nullità possa essere fatta valere da chiunque ne abbia un interesse giuridicamente rilevante, come è stato osservato dai primi commentatori e dalla giurisprudenza, si tratta nel caso di specie di una nullità relativa, che potrà essere fatta valere solo dal cliente (art. 23 T.U.F., terzo comma),¹⁸².

È doveroso altresì evidenziare che una parte della giurisprudenza si è interrogata circa la possibilità di convalidare il contratto quadro nullo per mancanza della forma scritta *ad substantiam*, a seguito per esempio di esecuzione volontaria delle prestazioni contrattuali.

Una delle Corti di merito che si è occupata della questione è il Tribunale di Genova il quale, con sentenza del 18.4.2005¹⁸³, ha dichiarato la nullità - per

L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario e in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, 593 ss., con nota di DELLACASA, *Negoziante di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*.

¹⁸²Sul punto si è espresso per esempio TRIB. AREZZO, 17.4.2007, n. 333, in www.ilcaso.it, il quale ha affermato: “la sanzione della nullità prevista dall'art. 23 T.U.F. per la mancanza del contratto quadro ha natura di nullità relativa che, come tale, può essere dedotta solo dall'investitore e non può essere rilevata d'ufficio dal giudice. La mancata sottoscrizione del contratto quadro, fermo restando l'eventuale profilo di nullità, ha comunque rilievo solo sul piano dell'inadempimento alle prescrizioni di cui all'art. 30 Reg. Consob, in quanto gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto, una copia del quale è consegnata all'investitore”. In dottrina, si leggano i contributi di COSCO, *Sistema delle patologie contrattuali e orientamenti attuali*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 684; GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, 2008, 322 ss.; PUTTI, *La nullità parziale*, Napoli, 2002, 368 ss.; ROVITO, Art. 23, in CAMPOBASSO, *Testo unico della finanza. Commentario*, I, Torino, 2002, 199.

¹⁸³La sentenza è reperibile in *Danno e resp.*, 2005, 604 ss., con nota di ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*.

violazione dell'art. 23, comma 1 T.U.F. - di un contratto di compravendita di obbligazioni, concluso in base all'ordine inoltrato dal cliente all'intermediario e da questi eseguito prima della formale stipulazione fra essi del contratto quadro.

La fattispecie era la seguente: in data 31.1.2001 il cliente inviava alla banca l'ordine di acquistare alcune obbligazioni Cirio; il 5.2.2001 tale ordine veniva eseguito e, infine, in data 7.2.2001 veniva sottoscritto il contratto quadro d'investimento.

Una lettura attenta della parte motiva della sentenza, tuttavia, fa emergere che i giudici liguri hanno dichiarato la nullità del contratto di compravendita concluso il 5.2.2001, poiché il contratto quadro risultava comunque nullo per mancanza di forma scritta (nel caso di specie, infatti, quest'ultimo era stato stipulato in difetto di forma scritta) e non perché successivo.

I commentatori della pronuncia¹⁸⁴, invero, correttamente hanno sottolineato come in realtà la nullità del contratto di compravendita del 5.2.2001 dovesse essere dichiarata per contrasto con la norma imperativa di cui all'art. 30 del Regolamento Consob n. 11522/1998, secondo la quale “*gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto*”.

Ci si può chiedere tuttavia se la successiva sottoscrizione del contratto quadro d'investimento possa avere l'effetto di sanare la mancanza di legittimazione dell'ordine precedentemente eseguito. Sul punto, si segnala la tesi sostenuta da alcuni intermediari finanziari nelle proprie difese, secondo la quale il vizio comportante la nullità del contratto potrebbe essere successivamente sanato dai singoli ordini impartiti dai clienti. Il linguaggio utilizzato appare improprio, posto che il nostro ordinamento non prevede la convalida di un negozio nullo: ed è per questo motivo che questa ricostruzione è stata rigettata da gran parte dei giudici di merito¹⁸⁵.

¹⁸⁴Ci si riferisce alla nota di ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 626 ss.

¹⁸⁵Ad esempio, si vedano TRIB. MANTOVA, 22.3.2007 e TRIB. CAGLIARI, 18.1.2007,

Tale ipotesi di “convalida tacita” del contratto quadro invece è stata riconosciuta recentemente dal Tribunale di Verona, in una pronuncia del 28.6.2012. La fattispecie ha riguardato una ipotesi di nullità del contratto quadro per mancanza della forma scritta.

Osserva il giudice veronese: *“Nell’ambito della prestazione di un servizio d’investimento, il contratto quadro nullo per mancanza della forma scritta può essere convalidato, dal momento che la legittimazione relativa all’azione prevista dall’art. 23 T.U.F. esprime la prevalenza dell’interesse del contraente protetto sull’interesse pubblico alla tutela del mercato. La convalida può derivare non solo dall’esecuzione volontaria delle prestazioni ma da qualsiasi comportamento incompatibile con la volontà di avvalersi della nullità. [...] Dato un contratto quadro nullo per mancanza della forma scritta, l’esercizio dell’azione di nullità rivolto solo ad alcune delle operazioni esprime la volontà di conservare le cedole incassate in relazione ai restanti ordini d’acquisto, e pertanto di avvalersi degli effetti del contratto quadro in base al quale sono stati effettuati: ciò si configura come una convalida integrale di tale contratto, in coerenza con il principio di buona fede, di cui l’istituto della convalida costituisce un’espressione. Di conseguenza, l’azione selettiva di nullità è da respingere poiché riguarda un contratto divenuto valido”*¹⁸⁶.

Secondo il Tribunale scaligero, la *ratio* dell’ammissibilità della convalida del contratto viziato da nullità risponderebbe al più generale dovere di buona fede nell’esecuzione del contratto, che non consentirebbe l’adozione di comportamenti tra loro contraddittori da parte dei contraenti.

Il divieto di convalida di un contratto nullo, rispondendo alla natura pubblicistica dell’interesse protetto, in questa prospettiva non opererebbe con riferimento alle ipotesi di nullità di protezione, laddove l’interesse pubbli-

entrambe in www.ilcaso.it.

¹⁸⁶La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Conforme, TRIB. RIMINI, 31.12.2008, “*La circostanza che l’investitore abbia rivenduto i titoli in relazione al cui acquisto ha agito in giudizio non vale a sanare il vizio genetico della nullità dell’operazione per mancanza di forma del contratto quadro*”, sempre in www.ilcaso.it.

co alla tutela del mercato è posposto rispetto alla tutela dell'interesse del contraente destinatario della normativa di protezione¹⁸⁷.

Applicando detti principi al caso di specie, in particolare, il Tribunale di Verona ha valutato in termini di convalida tacita il comportamento dell'investitore che, agendo in giudizio, chiedeva la nullità di quei soli ordini cui erano riconnesse perdite da investimento, per contro pretendendo di continuare a beneficiare degli effetti positivi degli altri ordini eseguiti. Una volontà sanante che risultava già espressa dall'investitore anche laddove, nel corso del rapporto, lo stesso non si era limitato ad atteggiamenti passivi, ma aveva chiaramente manifestato la propria volontà di avvalersi degli effetti del contratto quadro aderendo ad altre proposte (relative, nel caso di specie, ad obbligazioni argentine del 2005).

In senso contrario, si è espresso invece il Tribunale di Forlì, con sentenza del 12.9.2008, secondo il quale “*Il contratto quadro di negoziazione, che deve avere forma scritta ad substantiam, deve preesistere alle operazioni di negoziazione ed è errato ritenere che il mancato rispetto di tale onere possa essere sanato dalla redazione in forma scritta di ordini di acquisto che rechino indicazione dei soli elementi dell'operazione e null'altro prevedano in ordine al carattere dei servizi di investimento con particolare riferimento alle informazioni*”¹⁸⁸.

¹⁸⁷Applicando detti principi al caso di specie il Tribunale valuta in termini di convalida tacita il comportamento dell'investitore che, agendo in giudizio, chieda la nullità di quei soli ordini cui siano riconnesse perdite da investimento, per contro pretendendo di continuare a beneficiare dei positivi effetti, in termini di cedole percepiti, degli altri ordini eseguiti.

¹⁸⁸La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Conformi, TRIB. FORLÌ, 20.1.2010 “*La prescrizione di forma, a pena di nullità, di cui all'art. 6, comma 1, lett. c) della legge 1/1991, dell'art. 18 del d. lgs. 415/1996 nonché dell'art. 23 del d. lgs. 58/1998 deve intendersi riferita al c.d. contratto quadro o master agreement, con la conseguenza che i singoli ordini di borsa costituiscono solo un momento esecutivo del precedente negozio che rappresenta un necessario presupposto dei successivi contratti di mandato. La mancata stipulazione del contratto-quadro fra l'intermediario autorizzato ed il cliente determina, pertanto, la nullità dell'ordine conferito nel corso del rapporto e non vale a sanare il vizio il fatto che l'ordine sia stato conferito per iscritto dai clienti dal momento che l'ordine non ha il contenuto del contratto quadro non concluso. Il difetto di forma in questione comporta la nullità del negozio e non è ammissibile la convalida dello stesso stante la previsione di cui all'art.*”

Merita segnalare infine la sentenza del Tribunale di Cagliari del 18.1.2007, il quale ha evidenziato: *“Il vincolo tra il contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento, l’ordine di negoziazione del cliente e l’esecuzione dello stesso da parte dell’intermediario è indissolubile. Ne consegue che, in mancanza del contratto quadro, che gli attribuisce fondamento causale, l’ordine dato dall’investitore, seppure in forma scritta, quando occorre, seppure “consapevole” e specifico, seppure insomma immune da vizi intrinseci ed astrattamente equiparabile ad un autonomo mandato, resta sempre e comunque nullo perché sfornito di propria causa e la sua esecuzione non può produrre alcun effetto giuridico nei rapporti tra intermediario e investitore. In tale ipotesi, non può neppure validamente sostenersi che la mancata contestazione degli estratti conto, la riscossione delle cedole ed il conferimento all’intermediario del mandato ad insinuarsi nella procedura concorsuale avrebbero dato luogo a ratifica, convalida o, comunque approvazione dell’operato della banca”*¹⁸⁹.

Chi scrive ritiene di dover accogliere questo ultimo orientamento, in quanto più rispettoso non solo del dettato normativo (legislativo e regolamentare), ma anche dello scopo perseguito dal legislatore europeo. Se il contratto quadro deve necessariamente contenere gli obblighi informativi essenziali al fine di consentire all’investitore di effettuare delle scelte finanziarie consapevoli, non avrebbe alcuna ragion d’essere il riconoscimento di una validità sanante: l’ordine impartito in assenza di (quanto contenuto nel) contratto quadro non può che essere invalido.

1423 cod. civ.” e TRIB. FORLÌ, 3.3.2009, sempre in www.ilcaso.it. Conformemente, anzi in modo più radicale, si veda altresì TRIB. FORLÌ 7.4.2009, secondo il quale *“Non è condivisibile l’opinione secondo la quale la mancanza del contratto quadro non comporterebbe la nullità dei singoli ordini qualora questi siano stati conclusi per iscritto con indicazione degli elementi essenziali della negoziazione; la stipulazione del contratto è, infatti, funzionale all’assolvimento di oneri informativi e comportamentali dell’intermediario ed a far sì che l’accordo con il cliente abbia un contenuto minimo obbligatorio”*, in www.ilcaso.it

¹⁸⁹TRIB. CAGLIARI, 18.1.2007, in www.ilcaso.it.

1.4 Vicende legate al contratto quadro

1.4.1 Mancata sottoscrizione da parte dell'intermediario

Una parte della dottrina ha evidenziato che la giurisprudenza di merito ha ritenuto di distinguere l'ipotesi per cui il contratto quadro manca della firma di entrambi i contraenti, dall'ipotesi relativa alla nullità del contratto quadro per mancata sottoscrizione dello stesso da parte dell'intermediario¹⁹⁰.

Nel primo caso, nessun dubbio sorge in merito alla nullità del contratto quadro stesso, per mancanza della forma scritta *ex art. 23 T.U.F.*.

Differente è invece la seconda ipotesi, la cui fattispecie era la seguente: il contratto quadro – prodotto in giudizio dall'investitore per sentirne dichiarare la nullità – risultava privo della sottoscrizione del solo intermediario.

Sul punto, si evidenzia un doppio orientamento della giurisprudenza. Alcune Corti infatti riconoscono la nullità del contratto quadro¹⁹¹, posto che,

¹⁹⁰Ci si riferisce, in particolare, a SANGIOVANNI, *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, in *Corr. Mer.*, 2011, 139 ss.

¹⁹¹APP. TORINO, 20.1.2012 “*Il requisito di forma scritta previsto dall'art. 23 del TUF ad substantiam (e non già solo a fini probatori) non risponde a mere esigenze formali, bensì costituisce applicazione dei principi generali, inerenti alla bilateralità degli accordi negoziali, comunque da osservarsi nella redazione secondo la forma scritta. Né a tali principi è consentito derogare sulla base del semplice riscontro della finalità di protezione del prescritto requisito di forma, connessa alla previsione della legittimazione esclusiva dell'investitore, ove si consideri, per un verso, la posizione dell'istituto bancario quale soggetto predisponente le condizioni negoziali e, sotto altro profilo, l'esigenza di chiarezza e stabilità delle singole condizioni per il correntista. E' pertanto nullo per mancanza di forma scritta ad substantiam, il contratto quadro di investimento sottoscritto dal solo cliente-investitore*”; TRIB. MONDOVÌ, 9.11.2011; TRIB. ALBA, 2.11.2010; TRIB. BARI, 15.7.2010 “*La dichiarazione confessoria resa da una delle parti in causa circa la ricezione di una copia del contratto, da intendersi completo in tutte le sue parti, non vale a rimediare alla mancata sottoscrizione di un contratto per il quale la legge preveda la forma scritta ad substantiam, non potendo tale dichiarazione confessoria essere utilizzata come elemento integrante di un contratto né come prova di questo*”; TRIB. TORINO, 5.1.2010; TRIB. RIMINI, 31.12.2008 “*La mancata stipulazione del contratto quadro determina la nullità degli ordini di acquisto conferiti nel corso del rapporto (nel caso di specie, l'investitore ha disconosciuto la propria sottoscrizione del contratto quadro e il documento, in mancanza di istanza di verifica, è divenuto inutilizzabile nel processo). [...] La circostanza che l'investitore abbia rivenduto i titoli in relazione al cui acquisto ha agito in giudizio non vale a sanare il vizio genetico della nullità dell'operazione per mancanza di forma del contratto*

essendo prevista la forma scritta *ad substantiam* per quest'ultimo, il contratto non può ritenersi perfezionato in assenza di sottoscrizione di una delle parti.

Diversamente, il secondo indirizzo ne riconosce comunque la validità, ma solo nell'ipotesi in cui al contratto privo di sottoscrizione dell'intermediario sia seguita la fase di esecuzione dello stesso¹⁹².

A dirimere – in un certo senso – il contrasto giurisprudenziale, è intervenuta recentemente la Suprema Corte, con sentenza n. 4564 del 22.3.2012, la quale ha parzialmente aderito a quest'ultima posizione. Secondo la Cassazione, infatti, *“la previsione di forma contenuta nell'articolo 23 del decreto legislativo n. 58 del 1998 è soddisfatta dalla sottoscrizione del contratto da parte del solo investitore, allorché la copia prodotta in giudizio dal cliente rechi la dicitura “un esemplare del presente contratto ci è stato da voi consegnato”. L'obbligo di forma scritta è altresì rispettato quando, alla sottoscrizione del contratto da parte del solo investitore, abbiano fatto seguito, anche alternativamente, la produzione in giudizio di copia del contratto da parte della banca, oppure la manifestazione di volontà della medesima di avvalersi del contratto stesso, risultante da plurimi atti posti in essere nel corso del rapporto (ad es. comunicazione degli estratti conto)”*¹⁹³.

quadro”. Tali pronunce sono tutte reperibili in www.ilcaso.it.

¹⁹²TRIB. MILANO, 21.2.2012; TRIB. ROMA, 4.2.2011 *“La previsione di forma contenuta nell'articolo 23 del decreto legislativo n. 58 del 1998 è pienamente soddisfatta dalla sottoscrizione del contratto da parte del solo investitore, allorché ad essa abbia fatto seguito la manifestazione di volontà della banca di avvalersi del contratto stesso, risultante da plurimi atti posti in essere nel corso del rapporto (ad es. comunicazione degli estratti conto e/o delle conferme di avvenuta esecuzione delle operazioni d'investimento, la cui ricezione non è contestata dal cliente)”*.

¹⁹³La sentenza è reperibile online al sito www.ilcaso.it. Si è espresso ancora una volta in senso contrario, diversamente dalla pronuncia della Corte di Cassazione, TRIB. BOLOGNA, 27.3.2012 *“Risulta totalmente disatteso l'obbligo di forma scritta prescritto ad substantiam dall'art. 23 del TUF e dalla normativa secondaria di attuazione di cui al Reg. Consob 11522/98 qualora il contratto quadro sia stato sottoscritto solo dal cliente-investitore. Conseguentemente, il modulo, impropriamente intitolato “contratto”, non può essere qualificato come tale, mancando la prova del raggiunto accordo tra le parti, elemento necessario per la conclusione del contratto stesso ex art. 1325 c.c.. Né può valere al fine di*

1.4.2 Mancato adeguamento alla normativa sopravvenuta

Un ulteriore profilo che ha interessato la giurisprudenza più recente attiene l'ipotesi di mancato adeguamento del *master agreement* alla normativa sopravvenuta.

Tra le numerose domande giudiziali avanzate, infatti, alcune hanno gioco forza coinvolto contratti di investimento stipulati antecedentemente all'entrata in vigore del T.U.F., ma successivamente non adeguati alla normativa sopravvenuta nel 1998.

La prima soluzione giurisprudenziale prospettata ha preferito propendere per la declaratoria di nullità del contratto non adeguato alla normativa sopravvenuta¹⁹⁴.

In questo senso si è pronunciato per esempio il Tribunale di Parma, con sentenza del 10.10.2007, secondo il quale: “*sono nulli, ai sensi dell’art. 1418, I comma, cod. civ., gli ordini di negoziazione posti in essere sulla base di un contratto quadro stipulato in data antecedente l’entrata in vigore delle disposizioni del TUF e che non sia stato aggiornato secondo le nuove norme che prevedono oneri formali ed ulteriori a carattere inderogabile*”¹⁹⁵.

perfezionare la mancata sottoscrizione del contratto la produzione in giudizio dello stesso ad opera della parte che non lo ha sottoscritto qualora la parte che ha sottoscritto abbia, medio tempore, revocato il proprio consenso eccependo la nullità del contratto quadro e così, inequivocabilmente, manifestato la volontà di privare di effetti la proposta. Allo stesso modo, il difetto di forma scritta non può ritenersi sanato dalla semplice circostanza che le parti abbiano dato esecuzione al contratto per anni atteso che il comportamento concludente non è in alcun modo idoneo a sopperire il difetto di forma ed il contratto nullo non è in alcun modo suscettibile di convalida. L'accertata nullità del contratto quadro è radicalmente invalidante l'ordine d'acquisto non supportato da valido contratto quadro”, in www.ilcaso.it.

¹⁹⁴TRIB. NOVARA, 20.4.2012, in base al quale si tratterebbe di nullità sopravvenuta relativa, eccepibile dal solo cliente; TRIB. NAPOLI, 30.12.2010; TRIB. PARMA, 8.3.2009, secondo il quale si tratterebbe invece di risoluzione per eccessività sopravvenuta e conseguente nullità degli ordini di esecuzione; TRIB. BOLOGNA, 2.3.2009; TRIB. PARMA, 9.12.2008, secondo il quale gli ordini eseguiti in mancanza di adeguamento rispetto alla normativa sopravvenuta sono privi di efficacia. Tali pronunce sono tutte reperibili in www.ilcaso.it.

¹⁹⁵La sentenza è reperibile online al sito www.ilcaso.it. Conformi TRIB. PARMA, 11.9.2007; TRIB. TARANTO, 16.5.2005, sempre in www.ilcaso.it.

Allo stesso modo, anche il Tribunale di Bologna, con pronuncia del 2.3.2009, ha così affermato: *“il contratto quadro posto dalla banca a fondamento di operazioni di negoziazione non risponde a questi ultimi obblighi ove non sia stato adeguato a quanto disposto dall’art. 30 reg. Consob 115822/98, previa consegna del documento generale sui rischi di investimento, così come stabilito dall’art. 36 del reg. Consob 10943/1997, ma sia rimasto invece vigente nella versione redatta sulla base della normativa precedentemente in vigore. Un tale contratto non ha, pertanto, il contenuto voluto da norme inderogabili di legge dettate a tutela dell’ordine pubblico economico e del pubblico risparmio ed è, perciò, da considerarsi affetto da nullità sopravvenuta. In presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un’espressa sanzione di nullità non è rilevante fini della nullità dell’atto negoziale in contrasto con il divieto, in quanto vi sopperisce l’art. 1418, comma 1 codice civile, che rappresenta un principio generale volto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una previsione di nullità”*¹⁹⁶.

È interessante osservare che tale nullità è stata riconosciuta poiché le norme contenute nel T.U.F. sono state considerate *“norme inderogabili di legge dettate a tutela dell’ordine pubblico economico e del pubblico risparmio”*¹⁹⁷.

Al contrario, altra parte della giurisprudenza ha riconosciuto la validità del contratto quadro non adeguato, in virtù dell’operatività della sostituzione automatica delle clausole “superate” dalla nuova normativa¹⁹⁸.

¹⁹⁶La sentenza è reperibile online al sito www.ilcaso.it. In punto di determinazione dell’onere probatorio, si è espresso TRIB. TORINO, 26.8.2009, in www.ilcaso.it, secondo il quale *“Colui che invoca la sanzione della nullità sopravvenuta del contratto come conseguenza del mancato adeguamento alla nuova normativa, trattandosi di nullità relativa, ha l’onere di indicare in modo specifico i motivi di nullità”*.

¹⁹⁷Cfr. TRIB. PARMA 8.3.2009, secondo il quale *“Il mancato adeguamento del contratto quadro ai contenuti imposti da norme imperative sopravvenute dopo la stipulazione, comporta la risoluzione per impossibilità sopravvenuta del rapporto e l’impossibilità di consentire l’effettuazione degli ordini di negoziazione, dei quali dovrà essere dichiarata la nullità”*, in www.ilcaso.it.

¹⁹⁸Aderiscono a tale ricostruzione, APP. MILANO, 25.5.2011, che sostiene che il mancato adeguamento del contratto alla normativa sopravvenuta non comporterebbe la nullità

In questo senso, si è pronunciato per esempio il Tribunale di Torino, con sentenza del 15.12.2010, il quale ha rifiutato l'orientamento volto a riconoscere la nullità del contratto quadro, sulla base del principio di irretroattività delle norme regolamentari successivamente intervenute. Il passaggio significativo del provvedimento, infatti, recita: *“la Delibera Consob 1 marzo, n. 12409 prevedeva che entro sei mesi dalla sua entrata in vigore gli intermediari si adeguassero agli obblighi derivanti dalle integrazioni di cui all'art. 30 della Delibera Consob 1 luglio 1998, n. 11522 concernente i contenuti dei contratti di negoziazione da stipulare in forma scritta (termine poi portato al 31 dicembre 2000 in seguito a Delibera Consob 6 settembre 2000 n. 12716); tuttavia, dall'eventuale violazione dell'obbligo di adeguamento non potrebbe conseguire una nullità dei contratti di negoziazione anteriori alle nuove norme del 1998, non potendosi configurare un vizio di forma sopravvenuto, avuto riguardo alla irretroattività delle norme regolamentari e alla loro ininfluenza sulla normativa previgente”*¹⁹⁹.

Per comprendere come il dibattito risulti ancora oggi aperto, è sufficiente esaminare le pronunce di merito più recenti.

La Corte di Appello di Milano, con sentenza del 6.2.2013, per esempio, non ha accolto la domanda attorea di declaratoria di nullità del contratto quadro, perché – secondo il Giudicante – l'adeguamento alla normativa sopravvenuta opera automaticamente, trattandosi di contratto di durata. Secondo i giudici milanesi, infatti, *“il mancato adeguamento alla normativa sopravvenuta della documentazione contrattuale relativa ai servizi di intermediazione finanziaria non comporta alcuna sanzione poiché, in applicazione dei principi generali, essendo il contratto di negoziazione, per le sue peculia-*

dello stesso, poiché – trattandosi di contratto di durata – le vecchie clausole sarebbero inoperanti e perciò automaticamente sostituite dalla nuova normativa; TRIB. TORINO, 15.12.2010; TRIB. TORINO, 26.5.2010, il quale sostiene la sostituzione ex lege delle clausole contrattuali superato, ex art. 1419 c.c.; TRIB. BERGAMO, 27.4.2009, *“nessuna specifica disposizione di legge impone il rinnovo di tali contratti”*. Tali pronunce sono tutte reperibili in www.ilcaso.it.

¹⁹⁹La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it.

ri caratteristiche, un contratto di durata destinato a produrre i suoi effetti nel tempo, le eventuali clausole contrattuali incompatibili con il nuovo testo normativo devono considerarsi inoperanti e automaticamente sostituite dalle nuove norme di legge”²⁰⁰.

Diversamente, la pronuncia del Tribunale di Forlì del 18.1.2013 ha accolto la prospettiva della nullità del contratto quadro ai sensi del primo comma dell’art. 1418 c.c.. Secondo i giudici emiliani, la sostituzione automatica delle clausole “inoperanti” non risulterebbe possibile poiché il cliente non avrebbe la possibilità di prestare il proprio consenso in relazione alle nuove clausole: *“il mancato adeguamento del contratto quadro alla normativa sopravvenuta non è di per sé sufficiente a determinarne la nullità, essendo a tal fine necessaria una verifica del suo contenuto al fine di verificare la conformità delle singole clausole alla nuova normativa. (...) Il contratto quadro che non sia stato adeguato alla normativa sopravvenuta di cui al decreto legislativo 58 del 1998 e del relativo regolamento Consob con le previsioni in ordine alle operazioni in contropartita diretta e alla clausola di adeguatezza delle operazioni deve essere considerato nullo ai sensi dell’articolo 1418 c.c. per contrarietà a norme imperative di ordine pubblico. In detta ipotesi, l’automatica sostituzione delle clausole nulle con quelle imposte dalla legge non consente di rimediare al problema della nullità del contratto in quanto l’investitore non ha avuto la possibilità di prestare il proprio consenso effettuando una completa valutazione del contratto modificato”²⁰¹.*

2. Le successive operazioni finanziarie

2.1 La natura giuridica

Dopo aver stipulato il contratto quadro, l’intermediario provvede ad inoltrare al cliente una pluralità di proposte d’acquisto, che quest’ultimo ha facoltà di

²⁰⁰La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it.

²⁰¹La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it.

accettare, inviando il c.d. ordine di acquisto, o di rifiutare.

A quel punto, in caso di invio dell'ordine, ci si chiede se si venga a creare un ulteriore rapporto contrattuale tra i cennati soggetti, distinto rispetto al contratto quadro.

Come poc'anzi anticipato, infatti, molto discussa in dottrina e in giurisprudenza è la natura giuridica delle singole operazioni finanziarie poste in essere in esecuzione dell'ordine di acquisto impartito dal cliente: essa, in particolare, dipende fortemente dall'impostazione che si intende seguire in punto di determinazione della natura giuridica del contratto quadro concluso a monte.

Se si aderisce alla tesi del contratto quadro quale contratto di mandato, le singole operazioni avranno natura di mero atto esecutivo del programma negoziale contenuto nel contratto di mandato stesso; se invece si segue la tesi della riconduzione al contratto normativo, tali operazioni avranno natura di atto negoziale autonomo.

A seconda quindi che si riconosca autonomia negoziale o meno a tali atti successivi, si potrà discutere in relazione alle conseguenze derivanti da eventuali vizi degli stessi. Nel primo caso, le vicende patologiche ad essi inerenti dovranno necessariamente coinvolgere anche il contratto a monte; nel secondo caso, esse ricadranno esclusivamente nella loro sfera.

(a) quali meri atti esecutivi. Seguendo la prima ipotesi sopra esposta, per la quale il contratto quadro sarebbe sostanzialmente un contratto di mandato, si dovrebbe concludere riconoscendo alle operazioni finanziarie successive carattere di mero atto esecutivo del contenuto proprio del contratto quadro e, in questo senso, esse non avrebbero alcuna autonomia negoziale²⁰².

²⁰²In giurisprudenza è stato evidenziato che i singoli ordini impartiti dal cliente consistono “in dichiarazioni non negoziali di volontà cui fa seguito una mera attività esecutiva da parte dell'intermediario finanziari ola quale non concreta un ulteriore accordo”, TRIB. CATANIA, 21.10.2005. Conformi, TRIB. CATANIA, 25.11.2005; TRIB. MANTOVA, 16.11.2002, tutte in www.ilcaso.it.

Pertanto, nel caso in cui esse fossero affetti da vizi o le prestazioni ivi contenute risultassero inadempite, non potrebbero essere esperite nei loro confronti le azioni di annullamento o di risoluzione proprie della disciplina contrattuale.

Tale orientamento è stato recentemente avallato dal Tribunale di Como che, con pronuncia del 7 marzo 2012, ha affermato: “*L’operazione di investimento, al pari di tutti gli altri ordini di acquisto, non ha natura negoziale, configurandosi piuttosto come un atto di esecuzione del programma, eventuale e futuro, di cui, con il contratto "quadro", sono state precisate e concordate le condizioni, sì che l’eventuale violazione delle norme di comportamento da parte dell’intermediario rispetto alla suddetta operazione rilevano non già come causa di un vizio della volontà, bensì come fonte di responsabilità per inadempimento e di risarcimento del danno*”²⁰³.

²⁰³La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Conformi, TRIB. NOVARA, 23.6.2011; App. Torino, 13.10.2010, n. 1494, secondo cui “*i singoli ordini di acquisto costituiscono atti di esecuzione dell’unico mandato, e non già contratti autonomi (s’intende, nel rapporto tra le parti in causa)*”; TRIB. PARMA, 21.3.2007 “*I singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente all’intermediario in base al contratto quadro debbono essere ricondotti nell’ambito delle dichiarazioni di volontà prive di natura negoziale alla stregua degli atti esecutivi posti in essere dal mandatario su incarico del mandante in adempimento del contratto di mandato. In tale ottica, non pare vi siano sufficienti spazi per inquadrare le violazioni dell’intermediario nell’ambito della responsabilità precontrattuale o dell’annullabilità per vizio del consenso, le quali inevitabilmente presuppongono la natura negoziale e quindi la presenza di un accordo tra cliente ed intermediario anche con riferimento ai singoli ordini di acquisto*”; TRIB. FIRENZE, 29.5.2006 “*La violazione di obblighi comportamentali specifici di diligenza è inquadrabile nell’ambito della responsabilità per inadempimento, concernendo la fase la fase successiva alla stipulazione del contratto quadro, che può essere qualificato come contratto di mandato per la negoziazione di strumenti finanziari, laddove i singoli ordini di acquisto possono essere qualificati come negozi di attuazione del rapporto di mandato, non potendosi fondatamente ritenere che le violazioni delle regole comportamentali dell’operatore finanziario vadano ad incidere sul momento genetico del contratto di investimento, minandone sin dall’inizio la sua legittimità. I doveri informativi dell’intermediario costituiscono obblighi di diligenza gravanti sul mandatario adattati dal legislatore alle specificità dell’incarico in ragione degli interessi pubblici (tutela del risparmio) e privati sottesi al rapporto. In tale ricostruzione, l’ordine di acquisto dei singoli titoli da parte del cliente non è una proposta di mandato, ma un’istruzione del mandante al mandatario per l’esecuzione del mandato, annoverabile nella categoria dei cd. negozi d’attuazione. Non appare quindi nemmeno astrattamente configurabile una nullità del singolo ordine di*

Tuttavia, tale orientamento non è stato accolto all'unanimità dalla giurisprudenza.

(b) quali autonomi atti negoziali. Diversamente, infatti, un'altra parte della giurisprudenza di merito riconosce autonomia negoziale alle cennate operazioni. Sul punto, si è recentemente espresso il Tribunale di Cuneo, con sentenza del 31.5.2012, secondo il quale: *“Il fatto che i singoli ordini di acquisto costituiscono atti esecutivi di un unico mandato e non contratti autonomi non ne esclude la natura negoziale, con la conseguenza che il cliente può agire in giudizio e chiedere la risoluzione del singolo ordine di negoziazione”*²⁰⁴.

Come è stato osservato in dottrina, *“contratto quadro e contratti di acquisto degli strumenti finanziari conclusi “a valle” si differenziano per struttura e disciplina giuridica. Il primo è riconducibile al genus dei contratti di cooperazione, e produce esclusivamente effetti obbligatori: in virtù di esso, l'intermediario si impegna ad operare nell'interesse del cliente, favorendo l'adozione di consapevoli scelte di investimento e prestando il relativo servizio. I contratti per effetto dei quali il risparmiatore acquista gli strumenti finanziari si caratterizzano per una causa di scambio, che si articola diversamente in dipendenza delle modalità di esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario”*²⁰⁵.

Pertanto, se l'intermediario esegue l'operazione mediante vendita in “contropartita diretta”, il rapporto contrattuale sarà qualificato quale contratto

acquisto poiché la singola negoziazione non è un atto di autonomia dotato di una propria causa, ma un negozio di attuazione del mandato”; TRIB. CATANIA, 21.10.2005, tutte in www.ilcaso.it.

²⁰⁴La sentenza è reperibile online al sito www.ilcaso.it. Anche parte della giurisprudenza più recente conferma tale impostazione, riconoscendo autonomia negoziale in capo agli ordini di negoziazione. Cfr. per esempio TRIB. PIACENZA, 28 luglio 2012, in www.ilcaso.it, secondo il quale *“L'ordine di negoziazione non è un mero atto esecutivo del contratto quadro, ma un vero e proprio autonomo atto negoziale, che non deve essere necessariamente conferito in forma scritta e che può essere fatto oggetto di autonoma e diretta domanda di risoluzione”*.

²⁰⁵DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1242.

di compravendita, tra banca (venditore) e cliente (acquirente).

Se invece l'operazione viene eseguita mediante acquisto sul mercato finanziario, da parte dell'intermediario stesso, del titolo richiesto con contestuale trasferimento al cliente²⁰⁶, si potrà ricondurre la fattispecie allo schema del mandato ovvero del contratto di commissione²⁰⁷.

Di conseguenza, qualora sussista un vizio del singolo ordine di negoziazione, l'investitore sarà legittimato ad esperire l'azione di annullamento esclusivamente nei confronti di quest'ultimo, senza coinvolgere il contratto quadro; ovvero, in presenza di un inadempimento, egli potrà agire al fine di richiedere la risoluzione del singolo contratto.

Tali soluzioni non sarebbero naturalmente prospettabili qualora l'ordine di negoziazione fosse configurabile quale mero atto esecutivo.

2.2 La forma delle successive operazioni

Con riguardo alle operazioni esecutive, ci si è chiesti se anche per essi sia necessaria la forma scritta *ad substantiam ex art. 23 T.U.F.*.

Un primo orientamento ha optato per una risposta affermativa e, in questo senso si sono espresse numerose pronunce, sia di merito che di legittimità²⁰⁸.

²⁰⁶Secondo la disciplina propria del contratto di mandato, posto che i prodotti finanziari sono da considerare quali beni mobili, il trasferimento dall'intermediario al cliente avverrà automaticamente, ai sensi dell'art. 1706 c.c..

²⁰⁷In tal senso si è espresso il Tribunale di Venezia, con sentenza del 30 maggio 2007, reperibile in www.ilcaso.it: "*I singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente ed accettati dall'intermediario danno luogo ad autonome fattispecie negoziali configurabili come contratti di mandato in caso di negoziazione per conto terzi e come veri e propri contratti di compravendita in caso di negoziazione per conto proprio*". Conformi, TRIB. FERRARA, 19.8.2009; TRIB. PIACENZA, 28.7.2009; TRIB. SALLUZZO, 28.4.2009; TRIB. MILANO, 9.4.2009; TRIB. ROMA, 29.3.2009, tutte in www.ilcaso.it.

²⁰⁸CASS., 7.9.2001, n. 11495, in *Contr.*, 2002, 27 ss., con nota di GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*; APP. VENEZIA, 19.11.2007, in *Il civilista*, 2009, 3, 47, con nota di MALAVASI, *Gli ordini di acquisto degli strumenti finanziari impartiti dal cliente alla banca e la qualificazione del rapporto instaurato con l'intermediario*; TRIB. RAVENNA, 29.5.2010, in www.ilcaso.it; TRIB. FERRARA, 28.1.2010, in *Foro it.*, 2010, 1310; TRIB. RAVENNA, 12.10.2009, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 453, con nota di GUADAGNO, *Inadeguatezza e nullità virtuale*; TRIB. RAVENNA, 19.11.2007, in *Dir. In-*

Tali dispositivi si fondavano sulla circostanza che l'ordine dell'investitore non integrasse un atto esecutivo del contratto quadro, bensì contribuisse alla formazione di un contratto avente ad oggetto la prestazione di servizi finanziari e, come tale, sarebbe stato quindi soggetto alla forma scritta ai sensi del citato art. 23 T.U.F.²⁰⁹.

Tra le articolate motivazioni dei giudici di merito, è stato peraltro affermato che il regolamento Consob, nello stabilire che il contratto quadro deve indicare le modalità con cui il cliente può impartire gli ordini, non legittima *ex se* l'utilizzo della forma orale, ma consenta alle parti di utilizzare una forma che comunque risulti equivalente al documento cartaceo, come ad esempio la registrazione telefonica effettuato su supporto magnetico, oppure l'inoltro telematico dell'ordine con firma digitale²¹⁰.

Tra le pronunce di merito che hanno avallato tale prima interpretazione, si segnala il Tribunale di Genova che, con sentenza del 26.6.2006²¹¹, ha concluso per l'obbligo della forma scritta anche ai singoli ordini sulla base della circostanza per cui esso sarebbe necessario al fine di attestare, al momento della raccolta dei singoli ordini, il rispetto degli obblighi di informazione e

ternet, 2008, 2, 195; TRIB. GENOVA, 26.6.2006, in *Foro pad.*, 137; TRIB. BARI, 27.3.2006, in *Corr. merito*, 2006, 1000, con nota di AMENDOLAGINE, *La stipula dei contratti d'investimento e l'osservanza della forma scritta ad substantiam*; TRIB. BARI, 20.2.2006, in *Giur. merito*, 2006, 2173; TRIB. BARI, 20.6.2005, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1086, con nota di GRECO, *Difetto di accordo e nullità nell'intermediazione finanziaria*; TRIB. TORINO, 30.5.2005, in *Giur. it.*, 2005, 1857. In dottrina si vedano PERINU, *Tango bond, un punto ai risparmiatori. Per l'acquisto serviva la forma scritta*, in *Dir. e giust.*, 2006, 2, 34 ss.; GRECO, *Difetto di accordo e nullità nell'intermediazione finanziaria*, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1088 ss.; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 765; ROVITO, *sub art. 23, Commentario al testo unico della finanza*, in *Intermediari e mercati*, I, a cura di CAMPOBASSO, Utet, 2002, 200; SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini della borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei "consumatori" e della trasparenza del mercato finanziario*, in *Giur. it.*, 1998, 303.

²⁰⁹In tal senso, APP. VENEZIA, 19.11.2007, in *Il civilista*, 2009, 3 47, poi cassata da CASS., 13.1.2012, n. 384, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 47.

²¹⁰In questo senso, TRIB. RAVENNA, 29.5.2010, in www.ilcaso.it; TRIB. RAVENNA, 28.1.2010, in *Foro it.*, 2010, 1310.

²¹¹La sentenza è reperibile on-line al sito www.ilcaso.it.

trasparenza previsti a carico degli intermediari.

Del pari, la dottrina che ha avallato tale orientamento giurisprudenziale, ha sostenuto che la necessità della forma scritta anche per i singoli ordini di negoziazione risponde all'esigenza di tutelare il cliente, il quale davanti ad un testo scritto può acquisire maggiore consapevolezza della portata dell'operazione²¹².

Invero, alla luce della normativa vigente, tale dibattito si è gradualmente risolto in favore di una soluzione negativa, basata, sul combinato disposto degli artt. 37 lett. c) e 57 del regolamento Consob n. 16190 del 2007²¹³.

L'art. 37 lett. c) prevede che le parti decidano in sede di stipula del contratto quadro la forma che l'ordine dovrà avere. I contraenti, quindi, hanno facoltà di stabilire una forma convenzionale per gli ordini, che si presume voluta per la validità (art. 1352 c.c.): in mancanza di tale previsione, tali atti devono considerarsi a forma libera²¹⁴.

Ai sensi del secondo disposto normativo sopra richiamato, invece, "*gli intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dai clienti, e mantengono evidenza degli ordini inoltrati elettronicamente dai clienti*".

Alla luce di tale argomentazione – di carattere letterale – è stato ritenuto che l'obbligo della forma scritta deve essere ritenuto necessario esclusivamente per il contratto quadro, e non per i singoli ordini di acquisto²¹⁵.

²¹²Cfr. GRECO, *Difetto di accordo e nullità nell'intermediazione finanziaria*, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1088 ss.; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio dell' giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 765. Una parte della dottrina ha peraltro sostenuto che l'ordine del cliente integrerebbe una proposta tesa alla conclusione di un contratto ex art. 1327 c.c., ovvero mediante inizio di esecuzione prima della risposta dell'accettante, con conseguente affermazione della natura di proposta contrattuale dei singoli ordini impartiti dai clienti.

²¹³Già artt. 30 e 60 del precedente regolamento Consob n. 11522/1998.

²¹⁴Alcuni Autori ritengono che questo trattamento differenziato tra contratto quadro e singoli ordini risponda ad esigenze di funzionalità dei mercati. Cfr. ad esempio SANGIOVANNI, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.

²¹⁵Cfr. in giurisprudenza, TRIB. RAVENNA, 2.9.2011: "*Per i contratti di cui all'art. 23*

TUF la forma scritta a pena di validità è prevista per il solo contratto quadro, nel mentre i singoli negozi di esecuzione del contratto di servizi non debbono necessariamente essere stipulati per iscritto in quanto la tutela del cliente è assicurata dalla stipulazione scritta del contratto quadro di servizi dal quale deve risultare, ai sensi e per gli effetti dell'art. 6 lettera c) TUF, la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente", *www.ilcaso.it*. Conformi, TRIB. MILANO, 19.4.2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 748, con nota di GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*; TRIB. TORINO, 21.1.2011, in *www.ilcaso.it*; TRIB. TORINO, 15.12.2010, in *www.ilcaso.it*; TRIB. ROMA, 29.3.2010, in *www.ilcaso.it*; TRIB. FORLÌ, 20.1.2010, in *www.ilcaso.it*; TRIB. GORIZIA, 30.1.2009, in *www.ilcaso.it*; TRIB. LECCO, 17.10.2008, in *www.ilcaso.it*; TRIB. PIACENZA, 11.7.2008, in *www.ilcaso.it*; APP. BRESCIA, 20.6.2007, in *Il civilista*, 2009, 3, 47, con nota di MALAVASI, *Gli ordini di acquisto degli strumenti finanziari impartiti dal cliente alla banca e la qualificazione del rapporto instaurato con l'intermediario*; TRIB. PARMA, 10.10.2007, in *www.ilcaso.it*; TRIB. ORISTANO, 12.6.2007, in *www.ilcaso.it*; TRIB. MILANO, 4.4.2007, in *www.ilcaso.it*; TRIB. GENOVA, 22.3.2007, in *Foro pad.*, 2007, I, 126; TRIB. TARANTO, 1.2.2007, n. 218, in *www.ilcaso.it*; TRIB. MILANO, 31.1.2007, secondo il quale "deve essere dichiarata nullità dell'ordine di negoziazione che venga impartito in violazione delle forme previste dal contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento", in *www.ilcaso.it*; TRIB. BIELLA, 26.1.2007, in *www.ilcaso.it*; TRIB. NOVARA, 18.1.2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008 II, 57, con nota di LEMMA, *L'operatore qualificato nelle operazioni in derivati*; TRIB. PESCARA, 30.6.2006, in *www.ilcaso.it*; TRIB. ROVERETO, 18.1.2006, in *Contr. impr.*, 2006, 579, con introduzione di GALGANO; TRIB. CATANIA, 25.11.2005, in *www.ilcaso.it*; TRIB. GENOVA, 2.8.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1225; TRIB. MILANO, 25.7.2005, in *Corr. merito*, 2005, 1047 ed in *Giur. comm.*, 2006, 1104; TRIB. VENEZIA, 11.7.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1231; TRIB. VENEZIA, 8.6.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1237; TRIB. MILANO, 28.5.2005, n. 6093, il quale, sul presupposto che "la forma scritta ad substantiam dei contratti a sanzione di nullità, al cui rilievo è legittimato solo il cliente, vada riferito esclusivamente al contratto quadro (...) e non alle singole attività di intermediazione (i singoli ordini di acquisto e vendita...)" ha ritenuto che "la disposizione contrattuale (...) con cui le parti hanno stabilito ex art. 1352 c.c. che "gli ordini sono conferiti di norma per iscritto. Qualora gli ordini vengano impartiti telefonicamente il cliente dà atto che gli ordini saranno registrati su nastro magnetico"; tale clausola contrattuale, poiché la forma scritta dei singoli ordini è prevista come forma alternativa a quella orale, deve ritenersi che non sia stata voluta dalle parti per la validità degli ordini ma ad probationem"; TRIB. BARI, 27.3.2006 "la libertà di forma non vale a legittimare la forma orale, limitandosi invece a prescrivere forme equivalenti a quella prescritta al precipuo scopo di realizzare attraverso la prova precostituita forme reciproche di garanzia. Fra tali modalità rientra – sicuramente – oltre quella dell'ordine telefonico registrato su nastro magnetico, anche quella dell'ordine inoltrato per via telematica che non implica affatto un principio di libertà delle forme come suggerisce l'opponente"; TRIB. VENEZIA, 22.11.2004, in *Danno e resp.*, 2005, 618, con nota di ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione* (a proposito di Cirio bond & tangobond); TRIB. MILANO, 7.10.2004, in *Giur. it.*, 2005, 754; TRIB. MONZA, 27.7.2004, in *Giur. merito*, 2004, 2189. In dottrina, si rinvia a DELLA VEDOVA, *Sulla*

A ciò si deve aggiungere un ulteriore elemento. L'art. 29 del regolamento Consob del 1998²¹⁶ prevedeva la forma scritta esclusivamente per gli ordini relativi ad operazioni inadeguate rispetto al profilo dell'investitore.

Tale norma non è stata riprodotta però nel successivo regolamento del 2007. Questa circostanza sembrerebbe quindi confermare l'orientamento sopra evidenziato.

Anche la giurisprudenza di legittimità ha infine aderito a questa ricostruzione: secondo la Suprema Corte, infatti, la libertà di forma prevista per gli ordini è confermata anche dal contenuto della direttiva n. 2006/73/CE, la quale stabilisce che le imprese di investimento devono “*concludere un accordo di base scritto con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali*” dei contraenti: secondo gli interpreti, il riferimento opera esclusivamente nei confronti del contratto quadro²¹⁷.

forma degli ordini di borsa, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 161 ss.; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di INZITARI, IX, Cedam, 2008, 5; MAFFEIS, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *Contr.*, 2007, 237 ss.; ANTONUCCI, *Frantumazione di regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 68 ss.; SANGIOVANNI, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *Contr.*, 2006, 970 ss.; GOBBI-SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 13 ss.; GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, 891 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, 2004, 217ss.; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da COTTINO, VII, Cedam, 2004, 359 ss.; MASTROPAOLO, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali*, Giuffrè, 2003, 481; GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*, in *Contr.*, 2002, 34 ss.; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Giuffrè, 1996, 175.

²¹⁶Si veda il terzo comma dell'art. 29 Regolamento Consob n. 11522/1998: “*Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute*”.

²¹⁷In questo senso, CASS., 13.1.2012, n. 384, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 398 ss.;

Il mancato rispetto della forma contrattuale pattuita tra le parti nel contratto quadro (scritta o fono registrata) comporta quindi la nullità dell'ordine²¹⁸.

Sul punto si segnala un'isolata pronuncia di merito²¹⁹, secondo la quale, qualora l'investitore, in presenza di ordini impartiti in difformità di quanto previsto nel contratto quadro, non ne contesti l'esecuzione, potrebbe essere ravvisabile la revoca tacita della clausola del contratto quadro relativa ai requisiti di forma dei singoli ordini. Tale prospettiva è stata, a parere di chi scrive, correttamente criticata dalla dottrina, in quanto *“non si può dedurre dalla semplice inerzia del cliente-investitore la volontà di concludere con l'intermediario un patto uguale e contrario a quello precedentemente concluso in grado di privarlo di tutti i suoi effetti”*²²⁰.

2.3 Profili di ordine processuale

L'onere della prova circa l'esistenza di ordini impartiti dai clienti, a seguito dei quali sono state concluse operazioni di acquisto di strumenti finanziari, incombe sugli intermediari finanziari. Il sesto comma dell'art. 23 T.U.F. infatti dispone che la specifica prova dell'aver agito con la diligenza richiesta spetta ai soggetti abilitati e tra gli obblighi di diligenza dell'intermediario

CASS., 22.12.2011, n. 28432, in www.leggiditaliaprofessionale.it. In merito, si ricordino altresì le comunicazioni Consob sopra richiamate in base alle quali *“la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione del servizio d'investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dagli investitori, non è prescritto un particolare di forma”* (n. DIN/30396 del 21.4.2000; n. DIN/5055217 del 3.8.2005; n. DIN/10047146 del 21.5.2010).

²¹⁸Diverse sono le conseguenze elaborate da TRIB. AREZZO, 17.4.2007: *“La mancata fonoregistrazione degli ordini, nonché la mancata informazione circa le perdite superiori al 50% della provvista, integrano gli estremi dell'inadempimento contrattuale imputabile all'intermediario e l'eventuale consapevolezza del cliente della sottoscrizione dei contratti non può avere efficacia sanante della mancata informazione”*, in www.ilcaso.it.

²¹⁹TRIB. PESCARA, 30.6.2007, in www.ilcaso.it.

²²⁰PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, 2008, 177.

vi è anche l'obbligo di dar esecuzione ad una operazione finanziaria solo a seguito del conferimento di un ordine da parte del cliente²²¹.

Nel caso in cui l'intermediario (sul quale peraltro incombe un obbligo di conservazione della documentazione, *ex art.* 69 del regolamento Consob n. 11522/1998, oggi *art.* 29 del regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'*art.* 6, comma 2bis del Testo Unico della Finanza) non sia in possesso delle attestazioni degli ordini, esso potrà provarne l'esistenza anche mediante presunzioni, con tutte le difficoltà del caso.

Secondo parte della giurisprudenza, tuttavia, l'imposizione da parte del legislatore dell'obbligo di registrazione degli ordini impartiti telefonicamente comporterebbe l'impossibilità per l'intermediario di provare, per presunzioni o per testimoni, di aver ricevuto uno specifico ordine, essendo invero necessaria la produzione in giudizio della registrazione telefonica (o elettronica) ai sensi di quanto disposto dagli *artt.* 2725 e 2729 c.c..

Sul punto in particolare si è pronunciato il Tribunale di Milano, secondo il quale *“rilevato in particolare che anche se si potesse ricondurre il contratto prodotto dalla convenuta (22.12.2000) alle parti in causa e, quindi, collocare gli ordini di acquisto delle obbligazioni (...) e (...) del 26.11.2003 nell'ambito di quel contratto quadro, regolarmente stipulato per iscritto, comunque gli ordini su strumenti finanziari, per disposizione del contratto medesimo art. 3, dovevano esser dati in forma scritta od oralmente per telefono ma registrati e quindi dovevano esser assunti con una forma documentale, quantomeno ai fini probatori, tale per cui la prova ex art. 2725 c.c. non può, in ipotesi di eccezione di parte, essere data con testimoni né, ex art. 2729 c.c., in via presuntiva”*²²².

In senso contrario si è espresso il Tribunale di Firenze, il quale, con sen-

²²¹Sul tema si veda l'interessante contributo di MAFFEIS, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, documento n. 54/2007, in www.ilcaso.it.

²²²TRIB. MILANO, 7.10.2004, in *Giur. it.*, 2005, 754 ss., con nota di FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*.

tenza del 27 novembre 2002, ha affermato: “è onere della banca convenuta in giudizio dimostrare di aver correttamente adempiuto al contratto su servizi di investimento vendendo le azioni su ordine dell’attore; la circostanza che il contratto prevede la registrazione telefonica dell’ordine non inficia la validità del medesimo, qualora non si ricorra a tale forma di registrazione e l’ordine stesso può essere provato per testimoni”²²³.

Si osserva, infine, come un’eventuale inattività del cliente rispetto al ricevimento della comunicazione inviata dalla banca riferita all’operazione eseguita non possa valere come ratifica ai sensi dell’art. 1399 c.c. o approvazione tacita dell’ordine, altrimenti verrebbe meno la *ratio* propria dell’assetto di tutele predisposto dal legislatore europeo e recepito da quello italiano a favore dell’investitore.

2.4 Quale rapporto sussiste tra il primo e i secondi?

Nonostante i due livelli contrattuali fin qui descritti si presentino tra loro distinti per struttura, effetti, disciplina e forma, tra gli stessi sussiste uno stretto rapporto di connessione.

Secondo l’orientamento maggioritario, infatti, tra il contratto quadro e i singoli ordini “a valle” si instaura un rapporto di collegamento negoziale necessario unilaterale: perciò, tutti gli eventi che colpiscono il contratto “a monte” travolgono il contratto “a valle”, mentre non vale il meccanismo inverso²²⁴.

²²³TRIB. FIRENZE, 27.11.2002, in *Dir. banca merc. fin.*, 2004, 155 ss. Conforme, APP. TORINO, 30.11.2006, in *Contr.*, 2007, 237 ss., con nota di MAFFEIS, *Servizi di investimento: l’onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*.

²²⁴Sul punto TRIB. TORINO, 30.11.2009, n. 8151, in www.almaiura.it, il quale ha dichiarato la nullità di una singola operazione di swap senza annullare – come invece richiesto dalla parte soccombente – il contratto quadro di negoziazione. In dottrina, si legga ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 628 ss. In tema di collegamento negoziale, si rinvia al prezioso contributo di GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1937, 3 ss., secondo il quale “due nuovi elementi debbono (...) aggiungersi alla struttura tipica dei negozi: un elemento obiettivo, che attiene alla funzione che essi esplicano in concre-

Nel descritto contesto, il contratto quadro si reggerebbe nonostante l'eventuale assenza dei singoli ordini; mentre i singoli ordini non potrebbero sussistere senza un contratto quadro avente data anteriore.

Parte della dottrina²²⁵ ha argomentato tale conclusione partendo dalla lettura del primo comma dell'art. 23 T.U.F., in base al quale una copia del contratto quadro deve essere consegnata al cliente²²⁶. Inoltre, l'art. 30 del regolamento Consob n. 11522/1998, oggi art. 37 del regolamento Consob n. 11690/2007, prevede al primo comma che “*gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto*”.

Su tali presupposti, invero, la giurisprudenza di merito²²⁷ ha dichiarato la nullità delle operazioni finanziarie poste in essere senza alcun contratto quadro a monte, poiché mancante di tutti quegli elementi essenziali del contratto che la normativa *ex lege* impone in relazione al contratto quadro.

to, e cioè uno stretto nesso economico e teleologico tra di essi; e un elemento subiettivo, che consiste nell'intuizione di coordinare i vari negozi verso uno scopo comune”; nonché a CASS. 26.3.2010, n. 7305, in Guida al diritto, 2010, 19, secondo la quale “il collegamento negoziale non dà luogo a un nuovo e autonomo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato a un unico regolamento dei reciproci interessi. Pertanto, il criterio distintivo tra contratto unico e contratto collegato non è dato da elementi formali, quali l'unità o la pluralità dei documenti contrattuali, o dalla contestualità delle stipulazioni, bensì dall'elemento sostanziale dell'unicità o pluralità degli interessi perseguiti”.

²²⁵Si veda sul punto, DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, nota a TRIB. GENOVA, 2.8.2005, n. 3660, in *Danno e resp.*, 2005, 1244; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Giuffrè, 1996, 175.

²²⁶Cfr. sul punto, SANGIOVANNI, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contr.*, 2007, 779 ss.

²²⁷Si vedano CASS., 26.5.2009, n. 12138, in www.ilcaso.it; TRIB. BOLOGNA, 2.3.2009, in www.ilcaso.it; TRIB. MONZA, 4.6.2008, in www.ilcaso.it; TRIB. CAGLIARI, 18.1.2007, in www.ilcaso.it; TRIB. MILANO, 7.4.2006, in www.ilcaso.it; TRIB. GENOVA, 18.4.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604 ss.; TRIB. FERRARA, 25.2.2005, n. 217, in www.ilcaso.it; APP. MILANO, 13.6.2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 304; TRIB. TORINO, 10.4.1998, in *Contr.*, 1999, 45 ss.

Sul punto si è espresso per esempio il Tribunale di Parma, con sentenza del 11.9.2007, il quale ha dichiarato che “*i singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente-investitore non possono sopperire alla mancata sottoscrizione del master agreement, poiché non ne contengono gli elementi essenziali*”.

Parimenti altre pronunce hanno dichiarato la nullità delle singole operazioni finanziarie compiute in data antecedente rispetto alla sottoscrizione del contratto quadro, perché in difetto di fondamento e causa giuridica²²⁸.

In questo senso si è espresso il Tribunale di Bologna del 2.3.2009, secondo il quale: “*difetta di fondamento e causa giuridica l’ordine di negoziazione impartito prima della stipulazione del cd. contratto-quadro, con la conseguenza che la negoziazione eseguita dall’intermediario finanziario non produce alcun effetto nella sfera giuridica del cliente e resta a carico dell’intermediario-mandatario per avere questi agito in assenza di valide disposizioni del cliente-mandante*”.

La mancanza del contratto quadro implica quindi assenza non solo degli obblighi informativi che solitamente esso disciplina, ma altresì carenza di tutti quegli elementi contrattuali previsti per lo stesso, che, diversamente, le singole operazioni non contengono.

Qualora infatti il contenuto della singola operazione individui tutti i requisiti sostanziali e informativi propri del contratto quadro, alcun profilo di nullità potrebbe essere configurabile.

²²⁸Cfr. APP. MILANO, 13.6.2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 297; TRIB. MILANO, 7.4.2006, in www.ilcaso.it; TRIB. GENOVA, 18.4.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604; TRIB. FERRARA, 25.2.2005, in www.ilcaso.it.

3. In particolare: il contratto derivato

3.1 Origine, nozione e tipologie contrattuali

Il contratto derivato è un istituto contrattuale sviluppatosi originariamente negli ordinamenti di *common law*²²⁹. È un contratto atipico o, come è stato scritto da autorevole dottrina, un contratto alieno, che nasce “*dalla fantasia creatrice degli intermediari finanziari che dalla (...) semplice negoziazione sui mercati regolamentati come dalla (...) creazione ed offerta over the counter ritraggono sovente una delle maggiori fonti di reddito*”²³⁰.

All'interno della normativa italiana non è possibile rinvenire una definizione esaustiva di contratto derivato: solo alcune disposizioni di settore, in ogni caso in modo assolutamente generico, accennano timide nozioni²³¹.

²²⁹DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.; DURBIN, *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, 2005; STULZ, *Rethinking risk management, Jornal ofapplied corporate finance*, 1996; SMITH-STULZ, *The Determinants of Firms' Hedging Policies*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 391 ss. Per una ricostruzione in chiave storica, si rinvia a PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, 2012, in www.dirittobancario.it.

²³⁰MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. IV, disc. Priv., V aggiornamento*, Utet, Torino, 2010, 353 ss. Conforme, DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit.

²³¹Per una panoramica dei contributi in materia, si rinvia a BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una “definizione”*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, 541 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39 ss.; SANGIOVANNI, *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Società*, 2010, 26 ss.; AA.VV., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di SIROTTI GAUDENZI, Santarcangelo di Romagna, 2009; AIELLO, *L'operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2713 ss.; AUTELITANO, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contratti*, 2009, 869 ss.; BRESCIA MORRA, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 133 ss.; FANTETTI, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 11, 53 ss.; SALATINO, *Contratti di swap. Dall'“operatorequalificato” al “cliente professionale”: il tramonto delle dichiarazioni “autoreferenziali”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133 ss.; SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516 ss.; BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della*

Tra queste vi è l'art. 1, secondo comma, lett. d) T.U.F., che ricomprende il contratto derivato tra gli strumenti finanziari. Il derivato costituirebbe un contratto dal quale “derivano” strumenti finanziari: “*per strumenti finanziari si intendono: d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (<<futures>>), <<swaps>>, accordi per scambi futuri di tassi di valori mobiliari, valute, tassi di interessi o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti*”.

Ai sensi dell'art. 3 delle Istruzioni di vigilanza per le banche, elaborato della Banca d'Italia, invece, i derivati sarebbero “*contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore “deriva” da quello degli elementi sottostanti*”.

Infine, una nozione viene offerta altresì dai principi internazionali contabili (d'ora in poi, IAS)²³², i quali li definiscono quali contratti a prestazioni sinallagmatiche future, compiuti su di un elemento sottostante (ovvero, su titoli azionari, su tassi d'interesse, su tassi di cambio o di valuta), il cui regolamento è previsto ad una data successiva a quella della negoziazione e in cui, normalmente, all'atto della stipulazione del medesimo non è previsto alcun versamento iniziale, se non di ammontare significativamente inferiore a quello che sarebbe stato necessario stipulando un contratto non derivato.

In particolare, lo IAS 39 richiede la contemporanea manifestazione di tre

società acquirente, in *Corr. mer.*, 2008, 1261 ss.; MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss.; PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.; SANGIOVANNI, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093 ss.

²³²Il Principio Contabile Internazionale IAS 39 “Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione” disciplina la rilevazione e la valutazione della attività finanziarie tra le quali vengono ricondotti gli strumenti finanziari derivati.

presupposti affinché uno strumento finanziario sia annoverabile nella categoria dei contratti derivati: in primo luogo, il suo valore deve variare al variare del valore dell'elemento sottostante al contratto; in secondo luogo, non deve essere previsto un esborso (se non in misura marginale) all'atto della stipulazione del contratto; infine, il regolamento degli interessi deve avvenire ad una data futura.

La peculiarità del contratto derivato si comprende maggiormente nel momento in cui se ne individua l'oggetto stesso. Quest'ultimo è costituito dal differenziale tra il valore dell'entità di riferimento (es. titoli azionari, tassi d'interesse, tassi di cambio o di valuta) al momento della stipula e quello assunto dalla medesima entità al momento della data di esecuzione del contratto, laddove per entità di riferimento si intende il cennato elemento sottostante²³³.

All'interno del *genus* dei contratti derivati è possibile tuttavia individuare una pluralità di tipologie contrattuali.

La dottrina ha tentato una loro suddivisione per gruppi omogenei, anche al fine di agevolarne la comprensione e l'individuazione di funzioni e discipline.

I derivati sono stati quindi classificati in base alla sede della loro negoziazione, all'entità sottostante di riferimento e alla complessità dello strumento finanziario stesso.

Con riferimento alla loro negoziazione, si distingue tra derivati negoziati in mercati regolamentati e derivati negoziati in mercati non regolamentati.

I primi sono accordi standardizzati, le cui condizioni sono generalmente predisposte dalla Consob e sottratte quindi all'autonomia contrattuale.

²³³DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 15 ss.; DURBIN, *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, 2005. Autorevole dottrina ha definito il contratto derivato “*come quel contratto con il quale si dà un prezzo al rischio. (...) è quel contratto che assume a suo oggetto il trasferimento da un soggetto A a un soggetto B di un ‘rischio’ inerente ad una ‘attività sottostante’*”, BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 653 ss.

L'impossibilità per le parti di intervenire nella formazione del contenuto del contratto impedisce di fatto l'insorgere di particolari problematiche. Il contenzioso che interessa quest'ultimi, infatti, è molto ridotto.

I secondi, invece, noti anche come derivati OTC (*Over The Counter*), sono prodotti finanziari la cui negoziazione è lasciata quasi interamente all'autonomia privata²³⁴.

L'assenza di intervento da parte di un organo garante favorisce il realizzarsi di squilibri, soprattutto di tipo informativo. In relazione ai derivati OTC, infatti, è possibile individuare un numero molto elevato di pronunce sia di merito che di legittimità. Come ha osservato la CONSOB, *“il mercato dei derivati OTC è caratterizzato da peculiarità che ne rendono il funzionamento profondamente diverso da quello dei mercati di altri strumenti finanziari. Il basso livello di standardizzazione dei contratti derivati determina, di fatto, l'impossibilità alla circolazione e al trasferimento delle posizioni fra soggetti diversi dalle controparti originarie. Tale circostanza implica l'assenza di prezzi di riferimento generati dai mercati secondari liquidi ed efficienti. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il pricing dei contratti. L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (c.d. market to market)”*.

Venendo al secondo criterio di classificazione, che opera in relazione al-

²³⁴Sulla particolare categoria dei derivati OTC, si legga PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Giuffrè, 2007, 331 ss. Si segnala che parte della dottrina ha evidenziato come in realtà anche i derivati OTC rispondono ad una sorta di “standardizzazione”, se si considera che il loro contenuto risulta integralmente riconducibile alla unilaterale predisposizione da parte dell'intermediario, il quale, normalmente ripete schemi e modelli già predefiniti da organismi terzi, come ad es. L'ISDA – International Swap Dealers Association. In questo senso, MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. IV, disc. Priv., V aggiornamento*, cit.

l'entità di riferimento, si distingue tra *commodities derivatives* e *financial derivatives*. Invero, la distinzione appare di valore puramente teorico e di scarsa utilità "pratica".

I primi sono contratti su derivati il cui prodotto (sottostante) di riferimento è costituito da merci (es. petrolio, oro, grano, cotone, soia, etc.). Un esempio può facilitare la comprensione della portata pratica di tale tipologia.

Oggi, 28 luglio 2012 la soia è scambiata sul mercato a 620 \$ alla tonnellata. L'impresa produttrice, che teme una diminuzione del prezzo della soia nei prossimi sei mesi, decide di stipulare un contratto (di tipo) derivato con l'acquirente, in base al quale viene stabilito oggi il prezzo che la merce avrà tra sei mesi. Il contratto, in particolare, prevede che la soia venga acquistata il 28 gennaio 2013. Le parti contrattuali si accordano quindi affinché il 28 gennaio 2013 venga consegnata la soia all'acquirente, ad un prezzo che corrisponde a quello attuale di stipula del contratto (28 luglio 2012), ovvero 620 \$ alla tonnellata. Il 28 gennaio 2013 la soia viene scambiata sul mercato a 590 \$ alla tonnellata, ma il nostro produttore consegnerà la merce pattuita al prezzo stabilito di 620 \$. L'elemento sottostante del contratto derivato sopra descritto è rappresentato da una merce in particolare, ovvero la soia.

I *financial derivatives* invece hanno quale elemento sottostante particolari attività finanziarie (es. azioni, obbligazioni, valute, interessi, etc). Il prodotto di riferimento quindi non sarà il prezzo di mercato di una merce, ma il valore di un tasso di cambio, o di un tasso di interessi e così via.

Infine, con riguardo alla complessità dello strumento stesso, i contratti derivati possono essere distinti tra derivati *plainvanilla* e derivati esotici. Tale bipartizione si fonda sul grado di complessità dello strumento finanziario.

I derivati *plainvanilla* presentano una struttura elementare, in genere standardizzata. Tra derivati di questo tipo vi sono i ben noti contratti *future*, *swap* e *option*, ma non solo.

In particolare, i tre contratti menzionati sono molto frequenti nella prassi e, pertanto, si provvederà in questa sede a fornirne una, seppur minima, no-

zione, che sarà poi utile anche nell'analisi della giurisprudenza che si occupa delle patologie degli stessi.

Il derivato *future* è un derivato elementare; esso è un accordo tra due parti volto ad acquistare o vendere un certo bene (che può essere finanziario o fisico) ad una data futura e ad un prezzo prefissato. Entrambi questi elementi vengono definiti al momento della sottoscrizione del contratto.

Stipulare un contratto *future* significa in altre parole impegnarsi ad acquistare a determinate condizioni il bene oggetto dell'intesa. Si tratta di contratti a termine e, riprendendo le classificazioni sopra presentate, costituiscono contratti standardizzati e quotati su mercati regolamentati.

Ciò significa che per ogni contratto sono prefissati il bene da scambiarsi, la quantità, la qualità (nel caso di beni fisici), le modalità e i tempi di consegna, nonché il prezzo.

Per le loro caratteristiche, i *futures* sono stati utilizzati allo scopo di ridurre il rischio determinato dall'incertezza sulle quotazioni delle attività oggetto del contratto²³⁵.

Lo *swap* è un ulteriore contratto derivato tendenzialmente del tipo *plain-vanilla*. Esso è un contratto mediante il quale due soggetti si accordano per scambiarsi, per un certo periodo di tempo e a scadenze definitive, dei flussi di pagamento periodici, determinati sulla base di regole di calcolo predefinite, che vengono stabilite tutte al momento della stipula.

Una species del contratto *swap* è il noto derivato IRS (acronimo di *Interest Rate Swap*). L'IRS è un contratto con il quale due parti decidono di scambiarsi periodicamente dei flussi di liquidità, calcolati sulla base di un tasso fisso predeterminato al momento della stipula, di un tasso di inte-

²³⁵Ad esempio, in data 9 aprile 2013 acquisto un future su un barile di petrolio con scadenza 9 luglio 2013 ad un prezzo di 30 dollari. Il 9 aprile il cliente non paga il barile di petrolio, bensì paga esclusivamente il costo dell'operazione all'intermediario (una sorta di cauzione, chiamata tecnicamente "margine"). Il 9 luglio avverrà la transazione: il cliente riceverà il barile di petrolio e pagherà 30 dollari, indipendentemente dal prezzo di mercato del petrolio di quel giorno.

resse variabile rilevato puntualmente alle varie scadenze e di un ammontare nominale di riferimento, detto “valore nozionale”²³⁶.

In particolare, l’investitore riceverà un tasso fisso, immutato per tutta la durata del contratto, mentre l’intermediario “subirà” un tasso variabile, calcolato con cadenza normalmente semestrale o trimestrale. A tale scadenza, se il tasso di interesse risulterà maggiore rispetto al tasso fisso stabilito dalle parti, il differenziale (tra quello reale e quello concordato) verrà sostenuto dall’intermediario. Se invece alla scadenza il tasso di interesse risulterà inferiore, il differenziale verrà incassato dal cliente: materialmente, egli riceverà il corrispettivo attraverso un flusso di denaro in entrata nel proprio conto corrente²³⁷.

Infine, le *options* sono contratti finanziari che danno al compratore il diritto, ma non l’obbligo, di acquistare (opzioni *call*) o di vendere (opzioni *put*) una data quantità di un’attività finanziaria sottostante (titoli, indici, valute, ecc.) ad un prezzo prefissato ad una data specifica (modello europeo) o entro una data specifica (modello americano).

Alla categoria dei derivati *plainvanilla* si contrappongono i derivati esotici, che sono prodotti finanziari complessi, frutto dell’ingegnerizzazione finanziaria e costruiti da diverse tipologie di derivati.

3.2 Natura giuridica

La natura giuridica del contratto atipico derivato è stata fin da subito questione controversa. La dottrina infatti ha sostenuto diverse ricostruzioni.

²³⁶Convenzionalmente gli IRS su Euribor prevedono il pagamento del flusso relativo al tasso fisso annualmente con base di calcolo 30/360 ed il pagamento del flusso relativo al tasso variabile semestralmente con base di calcolo Actual/360.

²³⁷Il caso tipico è quello di un’impresa, che contrae un mutuo a tasso variabile, con pagamento di rate annuali. Temendo un rialzo dei tassi di interesse, l’impresa vorrebbe coprirsi e a tal fine stipula un swap IRS, della stessa durata del mutuo, caratterizzato da periodicità annuale, mediante il quale si impegna a pagare il fisso su un certo capitale nozionale per poter ricevere il variabile.

La prima tesi proposta è stata quella di ricondurre il contratto derivato alla scommessa autorizzata *ex art.* 1935 c.c., con conseguente applicazione dell'art. 1933 c.c., che prevede il noto diniego di azione²³⁸. Il derivato sarebbe quindi una scommessa, avente per scopo la creazione di un rischio e per oggetto allee bilaterali e reciproche²³⁹.

I primi critici hanno ritenuto invero di dover escludere l'applicazione dell'art. 1933 c.c. al contratto derivato, poiché quest'ultimo non integrerebbe una scommessa c.d. tollerata²⁴⁰.

A sciogliere il nodo del dibattito è intervenuto il legislatore del 1998, il quale ha espressamente escluso l'applicabilità dell'art. 1933 c.c. agli strumenti finanziari derivati "*nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento*" (art. 23, comma 5 TUF).

La novella legislativa è stata interpretata dalla dottrina sopra citata come conferma del riconoscimento della natura giuridica di scommessa del contratto derivato. Sul punto, in particolare, un Autore ha affermato: "*è perfettamente noto che la genesi storica dell'art. 23, comma 5 TUF è identificabile, come spesso accade, ad un'esigenza estemporanea di contrastare una corrente*

²³⁸BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Zanichelli, 1978, 19-20.

²³⁹Cfr. Balestra, Il contratto aleatorio e l'alea normale, Giuffrè, 2000, 243. Si segnala peraltro che parte della giurisprudenza ha assimilato il contratto derivato al contratto di assicurazione, come per esempio TRIB. MONZA, 17.7.2012, in www.dirittobancario.it, secondo il quale "*a seconda di come vengono strutturati, gli IRS possono essere utilizzati con finalità di copertura dei rischi legati alla variazione dei tassi d'interesse (o di cambio), vale a dire con scopo di tipo "assicurativo", senz'altro lecito e meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c., o con finalità meramente speculative che, riducendo lo strumento ad una mera scommessa, danno luogo ad obbligazioni non azionabili*". Tale tesi è stata da sempre criticata dalla dottrina, in particolare da INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597.

²⁴⁰BALDINELLI-LEANZA, *Il comparto del gaming e gli intermediari finanziari: rischi e scenari di azione*, in *Bancaria*, 2012, 60, secondo il quale è acquisito che "*il mercato delle scommesse presenta molte affinità con i mercati finanziari legate all'aleatorietà che caratterizza i due settori*"; MAFFEIS, *La causa del contratto di interest swap e i costi impliciti*, in www.dirittobancario.it. In giurisprudenza, APP. MILANO, 26.1.1999, in *Contr.*, 2000, 255; TRIB. MILANO, 3.4.2004, in *Giur. Comm.*, 2004, 530; TRIB. MILANO, 20.2.1997, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2000, 82.

*giurisprudenziale, che applicava agli swap l'eccezione di gioco, ciò che invece va escluso del tutto a prescindere dalla previsione dell'art. 23, comma 5 TUF, sulla scorta della considerazione che l'art. 1933 c.c. si applica alla figura – residuale – della scommessa c.d. tollerata, mentre non si applica per definizione alla scommessa autorizzata*²⁴¹.

Altri Autori hanno sostenuto la tesi del c.d. contratto differenziale che si eseguirebbe con la liquidazione della differenza, senza trasferire ricchezza, ma allocando il rischio inerente alle sue oscillazioni di valore²⁴².

In ogni caso, come si può intuire, si tratta di un contratto aleatorio, la cui causa sarebbe costituita dall'alea riscontrabile nella variazione del valore sottostante, ad esempio il tasso di interesse o di cambio²⁴³.

Tra le tesi proposte dalla dottrina, vi è stato infine chi ha ricondotto il contratto derivato alla categoria dei contratti “astratti”, sostenendo che nel caso di specie l'alea non rappresenterebbe la causa del contratto (la quale “*potrebbe essere rintracciata nel mero scambio*”), bensì un “*elemento coes-senziale e connaturale*” dell'oggetto stesso del contratto, costituito, come

²⁴¹MAFFEIS, *La causa del contratto di interest swap e i costi impliciti*, cit. Dello stesso parere, BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 564 ss., secondo il quale “*nella misura in cui posso stipulare un interest rate swap per convertire in fisso un tasso debitorio variabile del tutto a prescindere dalla circostanza che io sia previamente titolare di un finanziamento a tasso variabile, la prossimità rispetto alla fattispecie del gioco e della scommessa diventa indiscutibile: in ultima analisi, invece che scommettere sulla vittoria di una squadra o dell'altra le parti scommettono sull'andamento di un tasso di interesse*”.

²⁴²GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004, II, 1, 193 ss. Altri ancora hanno sostenuto che si tratti di una fattispecie non unitaria, posto che la prassi ricomprende in essi realtà sensibilmente diverse. Sul punto si veda ampiamente, CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011.

²⁴³Si evidenzia come tra il contratto c.d. differenziale e il contratto aleatorio vi sia un rapporto *genus/species*. In tema di aleatorietà del contratto derivato, si osserva come parte della dottrina, come vedremo, abbia osservato che la natura di contratti aleatorio non possa essere riconosciuta a quei contratti derivati aventi funzione di copertura e alle ipotesi di c.d. rinegoziazione del contratto derivato. Assolutamente contrario al riconoscimento della natura aleatoria del contratto derivato, PAGNONI, *Contratti di swap*, in Gabrielli-Lener, *I contratti del mercato finanziario*, Utet, 2011, II, 1414.

abbiamo visto, dal differenziale²⁴⁴.

3.3 Derivati a scopo di copertura e derivati a scopo speculativo

Una delle questioni in materia di derivati che emerge in maniera preponderante dalla giurisprudenza e su cui merita porre la nostra attenzione è rappresentata dalla distinzione tra derivati stipulati a scopo di copertura e derivati stipulati a scopo speculativo.

Solo per anticipare la ragione per cui si ritiene molto rilevante tale aspetto, si segnala una recente pronuncia del Tribunale di Monza, la n. 2028 del 17.7.2012, che ha dichiarato la nullità per difetto di causa in concreto, del contratto IRS concluso a scopo di copertura da parte dell'investitore, dovuto alla mancanza "nel concreto" dello scopo di copertura inizialmente dichiarato in contratto²⁴⁵.

Viene definito derivato con finalità di copertura, il contratto derivato il cui obiettivo è neutralizzare gli effetti derivanti dall'esistenza di un rischio insito nell'elemento coperto che, solitamente è costituito da un altro contratto, per esempio di finanziamento (il c.d. *hedged item*).

Diversamente, la finalità speculativa viene individuata nella capacità del derivato di far sorgere *ex se* un rischio, che viene individuato a carico di ciascuna parte.

Ci si chiede tuttavia quali siano gli elementi che contraddistinguono una finalità di copertura, piuttosto che speculativa.

²⁴⁴GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2001.

²⁴⁵La sentenza è reperibile in www.dirittobancario.it, con nota di MAFFEIS, *La causa del contratto di interest swap e i costi impliciti*. Come vedremo nel dettaglio nell'ultimo capitolo, che si occupa dei profili rimediali, le pronunce che hanno dichiarato la nullità del contratto derivato per mancanza di causa (nella maggioranza delle controversie per mancanza dello scopo di copertura inizialmente pattuito dalle parti) sono sempre più numerose.

La denominazione “copertura di un rischio” sembrerebbe *prima facie* alludere ad un’assenza di alea che, invero, non avrebbe alcun fondamento se si considera che il contratto derivato è un contratto aleatorio.

Invero, la portata di tale terminologia può essere realmente compresa solo analizzando un caso pratico.

Il caso “classico” è il seguente: un imprenditore chiede un finanziamento alla sua banca. Stipulato un contratto di mutuo decennale a tasso variabile, l’istituto di credito propone al cliente di stipulare un derivato IRS, al fine di tutelarsi dall’oscillazione del tasso di interesse. La pattuizione contenuta nel contratto derivato consentirebbe al cliente di pagare periodicamente un tasso fisso, ad esempio del 5%, mentre il differenziale tra questo tasso fisso e il valore del tasso variabile (calcolato sul periodo stabilito dal contratto) rimane a carico della banca. Se il tasso variabile sarà superiore rispetto al 5% prestabilito, ad esempio sarà pari al 7%, la banca dovrà corrispondere al cliente un valore differenziale corrispondente al 2%; se il tasso variabile sarà inferiore al 5%, ad esempio pari al 3%, il cliente continuerà a pagare il 5% alla banca, la quale incasserà il differenziale corrispondente ai 2 punti percentuali.

I rapporti intercorrenti tra l’imprenditore e l’istituto di credito saranno in ogni caso due, distinti tra loro: da un lato, il contratto di mutuo, con il rispettivo piano di ammortamento; dall’altro il contratto derivato IRS, con la propria regolamentazione.

Il contratto di mutuo produrrà i propri interessi, al tasso variabile pattuito in sede di stipula; il contratto derivato produrrà i propri flussi di cassa, in base all’andamento di mercato del tasso d’interesse.

Tra i due rapporti sussiste tuttavia un collegamento forte, che rileva solo di fatto e non di diritto. Come ha osservato infatti parte della dottrina, “*il collegamento tra due contratti, che così si crea negli strumenti derivati con finalità di copertura, collegamento unilaterale alla luce della strumentalità della stipula del contratto relativo allo strumento derivato rispetto alla stipula del*

*contratto relativo alla posizione sottostante, è di mero fatto e non di diritto, in quanto la mancanza di validità e/o efficacia del contratto relativo alla posizione sottostante ‘da coprire’ con lo strumento derivato non incide in alcun modo sulla validità ed efficacia dei contratti relativi allo strumento derivato, proprio per l’autonomia finanziaria che contraddistingue quest’ultimo”*²⁴⁶.

Sul punto si è espressa anche qualche Corte di merito, che ha parlato di collegamento negoziale “di tipo funzionale”; ad esempio il Tribunale di Brindisi, ha affermato che “è configurabile un collegamento negoziale di tipo funzionale, con conseguente reciproca comunicazione delle cause di inefficacia o nullità, fra un contratto di swap e un contratto di finanziamento, se la causa del primo è, prima facie, costituita da una finalità di copertura delle oscillazioni dei tassi, ovvero dall’interesse delle parti a neutralizzare quelle variazioni”²⁴⁷.

Quando e come si verifica quindi lo scopo di copertura, se i rapporti rimangono distinti? Per rispondere a questo quesito è necessario analizzare il contenuto del contratto derivato stipulato a scopo di copertura.

Tornando al caso sopra proposto, vedremo che il contratto derivato IRS deve necessariamente avere la stessa durata del contratto di mutuo, ovvero decennale; il tasso “soglia” pattuito deve essere compatibile con la tipologia di tasso di interesse stipulato in sede di contratto di mutuo; la cadenza periodica in cui verificare ed effettuare i flussi di cassa del contratto IRS deve corrispondere alla stessa cadenza periodica stabilita per il pagamento della rata del contratto di mutuo; infine, l’importo nozionale (ovvero l’importo sul quale viene calcolato il tasso di interesse e, di conseguenza, il differenziale) deve coincidere con l’importo richiesto con il finanziamento.

Alla scadenza stabilita, il cliente dovrà in ogni caso pagare la rata del

²⁴⁶BOCCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario*, in *Contr. Impresa*, 2009, 308 ss. Si veda altresì, GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 8 ss.; MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. IV, disc. Priv., V aggiornamento*, Utet, 2010, 353 ss.

²⁴⁷TRIB. BRINDISI, 29.1.2013, in www.ilcaso.it. Conforme, TRIB. LUCERNA, 26.4.2012, sempre in www.ilcaso.it.

finanziamento, così come stabilita dal piano di ammortamento. Ma alla stessa scadenza, il cliente vedrà altresì realizzata la seguente operazione: un flusso in entrata nel proprio conto corrente, nel caso in cui il differenziale sia risultato positivo, ossia il valore del tasso d'interesse si sia rivelato superiore rispetto al tasso soglia fissato; ovvero, un flusso ulteriore in uscita dal proprio conto corrente, nel caso in cui il differenziale sia risultato negativo, ossia il valore del tasso si sia rivelato inferiore rispetto al tasso soglia.

Lo scopo di copertura del rischio originato dall'oscillazione del tasso variabile pattuito con il contratto di mutuo si riscontrerebbe nella regolamentazione del derivato, che alla stessa scadenza della rata del finanziamento potrebbe produrre un flusso di cassa in entrata nel conto corrente del cliente, che andrebbe a coprire “in concreto” l'importo o parte dell'importo che quest'ultimo deve corrispondere all'istituto di credito in base al piano di ammortamento²⁴⁸.

Come abbiamo visto, però, in sede di esecuzione del contratto derivato – che intrinsecamente rimane ad essere un contratto aleatorio – potrebbe provocare periodicamente una ulteriore uscita di cassa al cliente, che potrebbe vedersi costretto a pagare periodicamente non solo la rata del finanziamento, ma altresì il differenziale negativo calcolato sulla base del contratto derivato IRS.

È qui infatti che si percepisce come la denominazione “a scopo di copertura” risulti quanto meno fuorviante²⁴⁹.

²⁴⁸Stipulando un IRS in cui si paga un tasso fisso e si incassa un tasso variabile si può quindi trasformare una passività a tasso variabile in una a tasso fisso, proteggendosi dal rialzo dei tassi. Viceversa, stipulando un IRS in cui si incassa un tasso fisso e si paga un tasso variabile si può trasformare una passività a tasso fisso in una a tasso variabile, sfruttando quindi un ribasso dei tassi.

²⁴⁹Sul punto, si legga quanto sostenuto in dottrina da TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 68 ss., secondo il quale “il richiamo stereotipato alla natura aleatoria delle operazioni in derivati, puntualmente riscontrabile nella modulistica predisposta dagli intermediari, non può recidere il collegamento con il rapporto sottostante, che incide sulla stessa qualificazione dello strumento finanziario in termini di contratto aleatorio. In altri termini, non v'è dubbio che se un intermediario e un cliente concludono un contratto di

I caratteri di un'operazione a copertura di un rischio sono state individuate dalla Consob, con le comunicazioni n. DI/98065074 del 6.8.1998 e n. DI/99013791 del 26.2.1999, reperibili sul sito istituzionale della stessa.

Secondo la Consob, un derivato si può ritenere “a copertura” quando sia stipulato esplicitamente per ridurre la rischiosità di base; quando la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine sia elevata; quando tali condizioni risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate dalla funzione di controllo interno o comunque risultino effettivamente ricorrenti sulla base di procedure di controllo interno.

Anche il già citato IAS 39 si è occupato di qualificare l'operazione di copertura²⁵⁰. In particolare, il paragrafo 9 dello stesso definisce uno strumento di copertura qual un derivato “*il cui fair value (valore equo) o flussi finanziari ci si aspetta compensino le variazioni nel fair value (valore equo) o nei flussi finanziari di un designato elemento coperto*”. Il successivo paragrafo 88, invece, determina le due condizioni che devono essere simultaneamente presenti al fine di configurare una finalità di copertura.

In primo luogo deve sussistere una documentazione formale che attesti la volontà di porre in essere un'operazione di copertura e le modalità con cui quest'ultima viene posta in essere.

interest rate (ocurrency) swap si espongono all'alea della variazione del valore sottostante (tasso d'interesse o tasso di cambio), essendo, a ben vedere, oggetto dello “scambio” proprio il differenziale di valore nel tempo”. Riconosce in ogni caso la natura di scommessa al derivato stipulato a scopo di copertura anche MAFFEIS, *La causa del contratto di interest swap e i costi impliciti*, cit., secondo il quale “*la maggior parte delle scommesse riconosciute dalla legge, diverse dagli IRS, presenta condizioni del tutto lineari (si pensi all'estrazione al lotto) mentre il contenuto di molti swap consente di toccare con mano la fantasia del predisponente. Pertanto, se c'è una scommessa che si presenta come poco seria, questa è, spessissimo, l'IRS, assai più del lotto*”.

²⁵⁰Per una lettura più approfondita del paragrafo 88, si rinvia a BARBERA FORTUNA, *La disciplina fiscale degli strumenti finanziari derivati di copertura per i soggetti IAS adopter*, in www.businessjus.com.

In secondo luogo la copertura deve risultare “altamente efficace”. L’efficacia della copertura viene definita dal Principio Contabile Nazionale OIC 3, all’appendice C “Cenni sui criteri identificativi delle relazioni di copertura” come “*il livello al quale l’impiego dello strumento finanziario comporta la compensazione dei cambiamenti di fair value o di flussi finanziari attribuibili ad un rischio coperto*”.

L’appendice allo IAS 39, paragrafi AG105-AG113, sviluppa invece il concetto di copertura altamente efficace. Essa si avrà al verificarsi delle seguenti condizioni: a) le variazioni nei flussi finanziari o nel *fair value* dello strumento coperto siano in gran parte compensati dalle variazioni nei flussi finanziari o del *fair value* dello strumento finanziario derivato posto a sua copertura; b) la copertura, sotto il profilo quantitativo, sia compresa tra l’80 % e il 125 % del valore dell’elemento coperto²⁵¹.

Tornando al concetto di “copertura del rischio” si evidenzia come tale funzione sia stata correttamente esclusa dalla dottrina e dalla giurisprudenza con riferimento alle ipotesi di c.d. rinegoziazione del derivato.

Il fenomeno della rinegoziazione si realizza quando le parti decidono di risolvere un contratto derivato e di stipularne uno *ex novo* che assorba le passività prodotte dal primo. Come è stato evidenziato, si tratta di verificare se “*l’incorporazione nel regolamento della passività pregressa e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale ab origine incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio*”²⁵². In tal caso, in particolare, la giurisprudenza recente ha infatti concluso per ammettere il “*difetto genetico di causa dei contratti*

²⁵¹La sussistenza di tali condizioni deve essere verificata con cadenza periodica, al fine di verificare anche in sede di esecuzione del contratto derivato che la copertura è ancora efficace. Si segnala, per completezza, che i Principi Contabili Internazionali IAS 39 individuano tre differenti tipologie di copertura: la copertura di fair value (valore equo); la copertura di flusso finanziario e la copertura di un investimento netto in una gestione estera. Si tratta di tre tipologie che riflettono i rispettivi criteri di contabilizzazione.

²⁵²TRIB. BARI, 15.7.2010, in www.dejure.it e in www.ilcaso.it. In dottrina, cfr. INZITARI, *Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. “rimodulazioni”*, in *Giur. It.*, 2009, 1968.

stipulati in sede di ristrutturazione del debito"²⁵³.

3.4 (segue) La mancanza della causa concreta del contratto derivato al vaglio della giurisprudenza

Come è stato osservato in dottrina²⁵⁴, la giurisprudenza in tema di derivati e causa del contratto può essere suddivisa in quattro macro-aree, ciascuna delle quali si occupa di una particolare fattispecie: contratto derivato stipulato a copertura di un finanziamento non erogato, contratto derivato speculativo stipulato senza assunzione di rischi equivalenti tra le parti, contratto derivato speculativo stipulato da un ente locale e, infine, contratto "derivato" che non persegue la funzione dei contratti derivati.

Tra tutte, le pronunce giurisprudenziali che in questa sede maggiormente ci interessano si riferiscono a quel recente orientamento che, partendo dal concetto di causa in concreto del contratto²⁵⁵, ha dichiarato la nullità per difetto di causa di contratti derivati stipulati con finalità di copertura di un rischio, laddove nel concreto il rischio non risultava esistente o il derivato stesso era inidoneo a coprirlo.

Tra i provvedimenti di maggior rilievo, merita di essere segnalata la pronuncia della Corte d'appello di Milano del 13.11.2008, la quale ha avuto modo

²⁵³Tra le numerose sentenze, si segnalano, TRIB. BARI, 15.7.2010; TRIB. ALBA, 22.3.2011; TRIB. MILANO, 19.4.2011; TRIB. MONZA, 14.6.2012, tutte reperibili in www.ilcaso.it.

²⁵⁴ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 106 ss.

²⁵⁵Nota è la nozione di causa in concreto, intesa quale funzione perseguita concretamente dal negozio giuridico. In giurisprudenza si rinvia a CASS. 8.5.2006, n. 10490 la quale ha affermato la causa concreta deve riferirsi alla "*sintesi (e dunque alla ragione concreta) della dinamica contrattuale (...) e non anche alla volontà delle parti*". In dottrina, cfr. BIANCA, *Il contratto*, Diritto civile, 3, Giuffrè, 2000, 452-453. Per un'articolata disamina circa l'applicazione della causa concreta al contratto derivato, si leggano BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale. Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. Impr.*, 2014, 882 ss. e DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. Impr.*, 2014, 910 ss.

di esprimere il proprio dissenso rispetto a “*prodotti finanziari derivati, strutturalmente non idonei, per il modo in cui sono congegnati, a coprire i rischi di una clientela di enti o imprese di media grandezza relativamente all’oscillazione dei tassi di interesse, perché quasi inevitabilmente destinati a chiudersi in perdita per tali controparti, che vengono così indotte a rinegoziare le loro posizioni a condizioni ancora più gravose*”²⁵⁶.

Si osserva, innanzitutto, che queste pronunce hanno senza dubbio il pregio di mostrare il carattere tutt’altro che occasionale dello “sbilanciamento” che molto spesso nella prassi contraddistingue i contratti tra intermediario finanziario e investitore²⁵⁷.

Individuare la causa in concreto di un derivato concluso con un’impresa significa dunque, ad avviso della scrivente, identificare il precetto dell’agire nell’interesse del cliente disciplinato dall’art. 21 T.U.F.(da intendersi come rispondenza all’interesse dell’investitore del risultato dell’azione dell’intermediario), con un requisito costitutivo del contratto derivato, ovvero la causa da valutarsi in concreto.

Attraverso l’esame del concreto assetto di interessi che le parti hanno inteso realizzare mediante la conclusione di un contratto derivato, l’interprete è tenuto a compiere un giudizio di meritevolezza.

La fattispecie frequentemente al vaglio della giurisprudenza è quella di un derivato che reca un regolamento negoziale che disattende l’interesse che

²⁵⁶La sentenza è reperibile in www.ilcaso.it. Conformi, TRIB. MODENA, 23.12.2011, in *Contr.*, 2012, 132 ss., con nota di SANGIOVANNI, *Contratti di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*; TRIB. LECCE, 9.5.2011, in www.ilcaso.it.

²⁵⁷Ciò è stato osservato da BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale. Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. Impr.*, 2014, 882, il quale ha altresì evidenziato che la riconducibilità della questione al concetto di meritevolezza o, più precisamente, al diniego di meritevolezza causale del contratto derivato qualora quest’ultimo non corrisponda agli interessi che l’investitore intendeva perseguire, coincide solo con una delle ricostruzioni offerte dalla giurisprudenza, posto che un diverso indirizzo ha invece preferito spostarsi sul piano della volontà, affermando che, nel caso di specie, il derivato piuttosto non risultava conforme alla determinazione consapevole del cliente investitore, in tal modo coinvolgendo la disciplina dei vizi della volontà.

il cliente investitore credeva di soddisfare al momento della stipula.

Una recentissima pronuncia del Tribunale di Salerno, a conferma del condivisibile orientamento sopra individuato, ha sul punto affermato: “*Quando, in un contratto IRS in cui il cliente sia esposto al rischio di tasso fino a un determinato valore del parametro di riferimento, al di là del quale il tasso a suo carico rimane bloccato (c.d. cap), il cap sia talmente elevato che si possa ragionevolmente escludere che esso sarà mai raggiunto dall’andamento del mercato, la sproporzione tra la probabilità che si verifichi una perdita per il cliente e la probabilità che si verifichi una perdita per la banca (c.d. alea unilaterale) rende il derivato nullo per assenza di una causa meritevole che lo sorregga*”²⁵⁸.

Quanto mai attuale, pertanto, risulta l’insegnamento del prof. G. B. Ferri, il quale precisava che il ruolo svolto dalla causa è quello di far emergere “*l’interesse che attraverso il negozio si vuol realizzare e cioè la funzione che il negozio ha per i soggetti che lo pongono in essere*”²⁵⁹.

²⁵⁸TRIB. SALERNO, 2.5.2013, in www.ilcaso.it. Conformi, TRIB. MONZA, 17.7.2012, secondo il quale “*Il contratto derivato di interest rate swap, concluso con lo scopo, dichiarato in contratto, di copertura dell’investitore, è nullo per il difetto della causa in concreto, se lo scopo di copertura, dichiarato in contratto, non sussiste, perché escluso in concreto dall’alea posta a carico dell’investitore, come accertato a seguito di consulenza tecnica d’ufficio*” e TRIB. TRENTO, 3.5.2013, il quale ha affermato “*è nullo uno swap di copertura strutturato in guisa tale da non offrire la copertura che ne costituisce l’oggetto per effetto tanto dei tassi di riferimento che del mark to market negativo non indicato in contratto né compensato da un up front*”.

²⁵⁹FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Giuffrè, 1963, 372 ss.

CAPITOLO QUARTO: Il contenuto dell'obbligo di informazione “adeguata” e i rimedi conseguenti alla sua violazione: l'esperienza italiana.

SOMMARIO: PARTE PRIMA: IL CONTENUTO DELL'OBBLIGO DI INFORMAZIONE – 1. LA NOZIONE DI INFORMAZIONE – 1.1 L'OBBLIGAZIONE DI INFORMARE – 1.2 (SEGUE) L'OBBLIGAZIONE DI CONSIGLIARE – 1.3 (SEGUE) L'OBBLIGAZIONE DI METTERE IN GUARDIA – 2. IL CONTENUTO DELL'OBBLIGO DI INFORMAZIONE PREVISTO A CARICO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – 2.1 L'INFORMAZIONE PASSIVA (LE CC.CD. KNOW YOUR CUSTOMER RULE E KNOW YOUR MERCHANDISE RULE) – 2.2 L'INFORMAZIONE ATTIVA: LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA (C.D. SUITABILITY RULE) – 2.3 (SEGUE) L'APPROPRIATEZZA (C.D. APPROPRIATENESS RULE) – 2.4 (SEGUE) LA BEST EXECUTION RULE – PARTE SECONDA: I RIMEDI – 3. I RIMEDI RESTITUTORI – 3.1 L'AZIONE DI ANNULLAMENTO PER VIZIO DEL CONSENSO – 3.2 GLI ORIENTAMENTI MAGGIORITARI: IL DIBATTITO TRA L'AZIONE DI NULLITÀ E L'AZIONE DI RISOLUZIONE PER INADEMPIMENTO – 3.3 L'INTERVENTO DELLE SEZIONI UNITE NN. 26724 E 26725 DEL 2007 – 3.4 (SEGUE) IL PRINCIPIO DI NON INTERFERENZA TRA REGOLE DI VALIDITÀ E REGOLE DI COMPORTAMENTO (O DI BUONA FEDE): LE CRITICHE AVANZATE DALLA DOTTRINA PIÙ RECENTE – 4. I RIMEDI RISARCITORI – 4.1 RESPONSABILITÀ CONTRATTUALE ED ONERI PROBATORI – 4.2 INCIDENZA DEL COMPORTAMENTO DEL CLIENTE SULLA QUANTIFICAZIONE DEL DANNO – 4.3 LA RESPONSABILITÀ PRECONTRATTUALE PER COMPORTAMENTI CUI SIA SEGUITA LA STIPULAZIONE DI UN VALIDO CONTRATTO: IL CONTRIBUTO GIURISPRUDENZIALE – 4.4 LA RESPONSABILITÀ PRECONTRATTUALE NELL'IPOTESI DI CONTRATTO VALIDAMENTE CONCLUSO: L'INDIVIDUAZIONE DEL DANNO RISARCIBILE

PARTE PRIMA: Il contenuto dell'obbligo di informazione

1. La nozione di informazione

1.1 L'obbligazione di informare

Come già evidenziato nei paragrafi che precedono, la disciplina che accompagna lo svolgersi dell'attività dell'intermediario finanziario è articolata in un sistema di obblighi informativi che si sviluppano sia da un lato attivo che da un lato passivo.

L'indagine che si cercherà di effettuare nel prosieguo del presente lavoro sarà volta alla ricerca del contenuto e della natura giuridica di tali obblighi informativi, anche al fine di compiere le adeguate riflessioni in punto di individuazione dei rimedi civilistici che gli ordinamenti, principalmente italiano e tedesco, offrono a tutela dell'investitore.

All'interno dell'ordinamento italiano, la norma che sancisce l'obbligo dell'intermediario di informare adeguatamente il cliente è rappresentata dall'art. 21 T.U.F., il quale si occupa di dettare i criteri generali in materia²⁶⁰. Come vedremo, il contenuto dell'obbligo di cui si parla è particolarmente complesso, essendo a sua volta composto da una pluralità di specifici comportamenti cui gli intermediari sono tenuti²⁶¹.

²⁶⁰Il richiamo, invero, deve essere operato anche nei confronti delle norme di rango inferiore, ovvero alle disposizioni contenute nel Regolamento Consob n. 11690 del 2007.

²⁶¹Tra le monografie più recenti che si sono occupate degli obblighi informativi, si segnalano: CARBONE, *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni "corporate"*, Ed.Sc.It., 2009; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Cedam, 2007. Inoltre della tematica si sono occupati, a vario titolo, ALPA, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contratti*, 2006, 927 ss.; AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*,

In primo luogo, tale disposizione prevede che, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento (e accessori), i soggetti abilitati debbano “*comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati*” (art. 21 T.U.F., primo comma, lett. a))²⁶².

in *Contratti*, 2008, 1157 ss.; AZZARRI, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 672 ss.; BARENGHI, *Disciplina dell’intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; EMILIOZZI, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell’emissione ed omessa acquisizione da parte dell’intermediario dell’offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; GENTILI, *Inadempimento dell’intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 23 ss.; GUERNELLI, *L’intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, 360 ss.; MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; MARCHIANDI, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell’investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, 376 ss.; MARIANELLO, *Bonds argentini e responsabilità dell’intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009 ss.; MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. impr.*, 2006, 944 ss.; MORANDI, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47 ss.; MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. contr.*, 2008, 919 ss.; PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 118 ss.; PELLEGRINI, *La responsabilità dell’intermediario per “solidarietà creditoria” in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; PICARDI, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192 ss.; RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell’investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, 150 ss.; SERRAINO, *Tutela dell’investitore e responsabilità dell’intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, 3, 55 ss.; SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in AA.VV., *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, Padova, 2009, 727 ss.; SIGNIORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell’intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; TODOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss.

²⁶²Come è stato notato da attenta dottrina, il richiamo ai principi generali di diligenza, correttezza e trasparenza non è una novità del testo unico, il quale “*ha ridisegnato in modo più organica, ed in armonia con gli orientamenti comunitari e internazionali un impianto normativo che già poteva affermarsi sufficientemente completo dalla l. 1/91 e dal d. lgs. 415/96*”, PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, 2008, 191. Si veda infatti l’art. 6, comma 1, lett. a) della legge 1/91, ai sensi del

Il richiamo alla “diligenza”, “correttezza” e “trasparenza”, induce a svolgere alcune riflessioni: tali termini, propri del linguaggio del diritto civile, assumono infatti una qualificazione speciale in questa sede.

È evidente infatti che l’interprete, nell’applicare la normativa speciale di cui al T.U.F. e, in particolare, dovendo dare un significato ai concetti poc’anzi evidenziati, non potrà fare a meno di tenere in considerazione la letteratura e la giurisprudenza sviluppatasi con riferimento alle norme codicistiche che verranno di seguito richiamate.

Com’è noto, in apertura del libro IV del codice civile, il termine “diligenza” viene menzionato con riferimento all’adempimento dell’obbligazione: l’art. 1176 c.c., infatti, prevede che “*nell’adempiere l’obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia*” (art. 1176 comma 1 c.c.). La stessa disposizione specifica poi che “*nell’adempimento delle obbligazioni inerenti all’esercizio di un’attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell’attività esercitata*” (art. 1176, comma 2 c.c.). Dovendo dare una lettura nell’ambito della normativa di settore che qui ci occupa, all’intermediario finanziario, in quanto svolgente un’attività professionale, verrà richiesto un grado di diligenza commisurato alla natura dell’attività esercitata²⁶³.

quale “*nello svolgimento della loro attività, le società di intermediazione mobiliare (...) devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell’interesse del cliente*”. In dottrina, si legga ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, 103, secondo il quale “*le regole di condotta per tale via, mantengono una posizione di continua dialettica con le clausole generali di correttezza, diligenza, buona fede ecc., a volte specificandole, altre volte integrandole o innovandole (...) Inoltre, il richiamo delle clausole generali, nell’ambito della disciplina dei comportamenti degli intermediari, rende tali clausole direttamente rilevanti ai fini dell’azione amministrativa in particolare per quanto riguarda l’eventuale irrogazione di sanzioni in ipotesi di violazioni, o l’avvio di procedura di gestione delle crisi*”. Si legga altresì, SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, 2004, 5; RUGGIERO, *Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2003, 948 ss.; INZITARI, *Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO-TERRANOVA (a cura di), *L’intermediazione mobiliare*, Napoli, 1993, 132.

²⁶³Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, 2004, 154 ss. Si segnala, per completezza, CASS., 25.6.2008, n. 17340, in www.ilcaso.it, la quale ha ribadito che la prestazione dei servizi di investimento è ca-

Il termine “correttezza”, invece, viene richiamato all’art. 1175 c.c., secondo il quale “*il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza*”. Come è stato notato, la regola della correttezza in un generico rapporto obbligatorio deve essere letta alla luce del principio della buona fede in senso oggettivo, da “*intendersi come dovere di comportarsi in modo da non ledere l’interesse altrui oltre i limiti della tutela legittima dei propri interessi*”²⁶⁴.

Il concetto di “trasparenza”, infine, ricorre frequentemente nelle leggi speciali preposte a disciplinare i mercati assicurativo, bancario e finanziario, non costituendo di per sé una nozione “classica” del diritto civile. La trasparenza, dunque, rileverebbe non solo al momento dell’acquisizione e della comunicazione delle informazioni, bensì anche, in senso più ampio, nel successivo momento della verifica della completezza, adeguatezza e correttezza delle informazioni stesse.

Tuttavia, in una materia così tecnica come l’intermediazione finanziaria, risulta difficile lasciare a mere clausole generali (quali possono essere quelle sopra individuate) la funzione di determinare quali siano i giusti comportamenti degli operatori del settore.

All’uopo sono intervenute pertanto normative di rango regolamentare, le quali si sono occupate di dettare norme più dettagliate, in grado di concretizzare quanto contenuto in linea di principio dall’art. 21 T.U.F.. Ci si riferisce, in particolare agli artt. 27 e ss. del regolamento Consob n. 11690/2007²⁶⁵.

ratterizzata da una disciplina più intensa rispetto a quella discendente dall’applicazione delle regole di correttezza previste dal codice, essendo peraltro dovere dell’intermediario farsi parte attiva nella richiesta all’investitore di notizie circa la sua esperienza e la sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio, nonché di informare adeguatamente il cliente.

²⁶⁴PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 192, la quale richiama il contributo di LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Ed.Sc.It., 1999, 133.

²⁶⁵Tali disposizioni sono dedicate esclusivamente alle “*informazioni comunicazioni pubblicitarie e promozionali*” e hanno sostituito i precedenti artt. 26 e ss. del regolamento Consob n. 11522/1998.

Il nuovo Regolamento Consob del 2007, all'art. 28, stabilisce infatti che le informazioni rilasciate dall'intermediario devono essere "corrette", "chiare" e "non fuorvianti", nonché atte a far sì che il cliente "*possa ragionevolmente comprendere*" la natura e le caratteristiche dello specifico strumento finanziario raccomandato. La previsione della ragionevole comprensione da parte del cliente costituisce, a parere di chi scrive, uno degli aspetti chiave del complesso sistema di obblighi informativi, peraltro dotato di straordinaria portata innovativa.

Il livello di comprensione di cui si parla dipende non solo dalle caratteristiche sopra indicate delle informazioni (correttezza, chiarezza, il non essere fuorvianti e l'essere sufficientemente dettagliate), ma anche – inevitabilmente – dalla capacità di "decifrazione" del singolo destinatario. Con il termine "ragionevole", quindi, la Consob ha voluto impedire che, a fronte d'informazioni che nella sostanza soddisferebbero i requisiti sopra esaminati, il cliente possa richiamarsi a una propria incapacità di comprensione²⁶⁶.

Sul punto si è espressa anche la giurisprudenza, la quale si è divisa sostanzialmente in due orientamenti. Da un lato vi sono state Corti che hanno affermato che l'informazione deve risultare proporzionata al livello di preparazione specifica dell'investitore: di fronte ad un investitore preparato, l'intermediario non sarà tenuto a fornire lo stesso grado di informazione che invece spetta al cliente inesperto²⁶⁷. Dall'altro, altre Corti di merito hanno sostenuto come il contenuto informativo non possa dipendere dall'esperienza (vera o presunta) del cliente, ma debba essere univoco, in quanto essenziale. Pertanto, non sarà possibile ammettere in alcun caso un contenuto informativo inferiore²⁶⁸.

²⁶⁶Per una dettagliata disamina, si rinvia a PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 199 ss..

²⁶⁷Si veda per esempio, TRIB. CATANIA, 8.2.2007, in www.ilcaso.it, secondo il quale "*ad un investitore esperto sarà sufficiente fornire indicazioni minime sulle caratteristiche del singolo prodotto, al contrario di quanto sarà necessario fare nei confronti di un investitore inesperto*".

²⁶⁸Cfr. TRIB. ROMA, 11.3.2005, in www.ilcaso.it, secondo il quale "*la conoscenza degli strumenti finanziari e dei mercati che può avere un investitore – risparmiatore, necessa-*

Quest'ultimo orientamento non è condivisibile, posto che la classificazione della clientela elaborata dal legislatore europeo è funzionale proprio ad individuare una diversificazione del contenuto e della specificità dell'obbligo informativo. Affermare quindi che l'informazione deve essere univoca, a prescindere dal grado di esperienza del cliente, ovvero a prescindere dalla sua qualificazione, sarebbe una interpretazione contraria al disposto normativo.

Quanto al contenuto dell'obbligo di informazione, si osserva peraltro che la dottrina ha provveduto a classificare quest'ultimo in tre categorie, distinte in base al grado di approfondimento del rapporto instauratosi tra intermediario e cliente. Una prima categoria comprende quelle informazioni che potremo definire "standard", e concerne la fase di raccolta di informazioni dal cliente e la dazione di informazioni al cliente²⁶⁹. Una seconda parte riguarda quella serie di informazioni che consentono di valutare i profili di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione: si tratta di informazioni aventi un maggior livello di approfondimento²⁷⁰. Infine, una terza categoria riguarda gli obblighi informativi inerenti la gestione dei conflitti d'interessi²⁷¹.

riamente limitata per esperienza, cultura e campo lavorativo, non può mai far venire meno gli obblighi che il legislatore ha ritenuto di dovere porre a carico di chi opera professionalmente ed è tenuto ad impiegare la diligenza di cui all'art. 1176 cod. civ. anche in ragione degli interessi pubblici sottesi al regolare funzionamento del mercato finanziario". Conformi, APP. MILANO, 19.12.2006; TRIB. TREVISO, 10.10.2005; TRIB. ROMA, 23.5.2005, tutte reperibili in www.ilcaso.it.

²⁶⁹Cfr. art. 27 ss. Regolamento Consob n. 16190 del 2007.

²⁷⁰Cfr. art. 39 ss. Regolamento Consob n. 16190 del 2007. In materia di adeguatezza delle operazioni finanziarie si legga GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, 557 ss.; SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 997 ss.; VENTURI, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 11 ss.

²⁷¹In materia di conflitto d'interessi nell'intermediazione finanziaria cfr., fra i tanti, CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016 ss. Nell'ambito dell'intermediazione finanziaria

Il momento in cui il contenuto dell'informazione raggiunge il più alto livello di approfondimento è rappresentato dalla valutazione dell'adeguatezza dell'informazione stessa, che dovrà essere valutata caso per caso, ossia sulla base della tipologia di investitore²⁷².

È opportuno peraltro evidenziare sin d'ora che tali doveri di comportamento devono essere assolti non solo nella fase che precede la conclusione del contratto, ma anche nello svolgimento del rapporto stesso, “*a tutela degli interessi dell'investitore e dell'integrità del mercato*”²⁷³.

Premessi questi brevi cenni, si rende opportuno verificare quali siano i caratteri che distinguono l'obbligazione di informare dall'obbligazione di consulenza e dall'obbligazione di messa in guardia, cogliendo quindi l'occasione per svolgere alcune riflessioni di carattere linguistico-terminologico²⁷⁴.

il problema del conflitto d'interessi ricorre, in particolare, quando i soggetti che svolgono attività d'intermediazione sono - allo stesso tempo - finanziatori (e dunque creditori) del soggetto emittente. Alcune vicende degli ultimi anni hanno evidenziato la rilevanza di questa problematica (è il caso delle società emittenti facenti parte del gruppo Cirio, cfr. TRIB. MASSA, 26.9.2008, secondo il quale “*versa in situazione di conflitto di interessi l'intermediario che faccia parte di un gruppo bancario che sia creditore nei confronti dell'emittente delle obbligazioni collocate e che, mediante il collocamento, ottenga l'effetto di spostare sui propri clienti l'esposizione debitoria dell'emittente medesimo*”, in www.ilcaso.it). La banca esposta con un emittente, al fine di rientrare dalla propria esposizione debitoria, può spingere l'emittente a emettere obbligazioni che vengono poi collocate presso il pubblico. L'intermediario collocatore si trova in una situazione di conflitto rispetto ai compratori finali delle obbligazioni. In giurisprudenza, si leggano altresì APP. TORINO, 4.4.2011; APP. TORINO, 19.10.2007; TRIB. PIACENZA, 30.11.2010; TRIB. MILANO, 22.11.2006; TRIB. ROMA, 17.11.2005, tutte in www.ilcaso.it.

²⁷²Come si anticipava nei capitoli precedenti, in questa fase entra in gioco il “tipo” di investitore, ovvero i diversi e particolari profili dei soggetti coinvolti.

²⁷³PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 192.

²⁷⁴Sul plurilinguismo comunitario e sulla conseguente rilevanza dell'indagine circa il significato intrinseco delle terminologie utilizzate dal legislatore europeo, nonché sulla delicatezza del ruolo dell'interprete, si rinvia alla lettura dei seguenti saggi, ROSSI, *Il diritto plurilingue europeo nella prospettiva del legislatore comunitario e dell'interprete nazionale*, in *Politica del diritto*, 2007, 139 ss.; GAMBARO, *A proposito del plurilinguismo legislativo europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, 287 ss.; MARASCHIO, *L'Europa e la questione linguistica*, in *Democrazia e diritto*, 2004, 115 ss.; ORTOLANI, *Lingue e politica linguistica nell'Unione Europea*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2002, 127 ss.

1.2 (segue) L'obbligazione di consigliare

Com'è noto, il contratto di consulenza ha trovato esplicita previsione normativa, a seguito dell'emanazione della direttiva MiFID²⁷⁵. Avendo cura di tenere distinte le diverse tipologie contrattuali, del contratto di investimento e del contratto di consulenza, si ritiene interessante soffermare l'attenzione, seppur brevemente, sui caratteri che distinguono il concetto di informazione da quello di consulenza, anche al fine di evitare possibili incomprensioni terminologiche.

La differenziazione tra informazione e consulenza è stata elaborata in particolare dalla dottrina tedesca, la quale ha osservato, infatti, che il termine "informazione" costituisce un macro concetto, ricomprendente al suo interno sia il significato di consulenza (*Beratung*) che quello di informazione in senso stretto (*Aufklärung*), concetti però che tuttavia andrebbero tenuti distinti.

Secondo alcuni Autori²⁷⁶, infatti, già la direttiva europea ha individuato il *discrimen* tra l'uno e l'altro obbligo, laddove ha previsto che il dovere di consulenza risulta parte del più generale dovere di informare. Diversamente altri Autori²⁷⁷ hanno affermato che il dovere di informare non contiene *ex se* alcun "automatico" dovere di consigliare, dovendo essere quest'ultimo, in ogni caso, oggetto di specifica trattazione.

La questione risulta comunque ancora aperta e dibattuta²⁷⁸. L'*actio fini*

²⁷⁵Il contratto di consulenza è espressamente previsto dall'art. 1, comma quinto, lett. f) della direttiva MiFID.

²⁷⁶HADDING, *Zur Abgrenzung von Unterrichtung, Aufklärung, Auskunft, Beratung und Empfehlung als Inhalt bankrechtlicher Pflichten*, in HORN-LWOWSKI-NOBBE, *Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven, Festschrift für H. Schimansky*, Köln, 1999, 67 ss.; BLIESNER, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlin, 1998, 304 ss.; NOBBE, *Bankrecht*, 1998, 235 ss.; WIENEKE, *Discount-Broking und Anlegerschutz*, Baden-Baden, 1999, 126 ss.

²⁷⁷VORTMANN, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, Köln, 2002; HOPT, *Funktion, Dogmatik und Reichweite der Aufklärungs-, Warn- und Beratungspflichten der Kreditinstitute*, in HADDING-HOPT-SCHIMANSKY, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute – Der moderne Schuldturn?*, Bankrechtstag 1992, Berlin, 1993, 3 ss.

²⁷⁸La riflessione in punto di distinzione terminologica tra informazione e consulenza ha avuto degli esiti sicuramente interessanti anche nel dibattito dottrinale francese. Alcu-

regundorum tra i due concetti può essere individuata attraverso la distinzione tra informazioni personalizzate e informazioni non personalizzate, avendo a mente che solo le prime sono rilasciate all'interno di un rapporto di consulenza. Tuttavia, parte della dottrina tedesca ha osservato come tale ricostruzione non possa ritenersi integralmente compatibile con il contenuto dell'obbligo informativo dettato dal citato art. 11 della direttiva europea, perché non giustificerebbe la presenza dell'obbligo di seguire l'interesse del cliente²⁷⁹.

ni Autori, infatti, nel tentativo di individuare un discrimen tra obligation d'information e obligation de conseil a carico dei prestatori di servizi d'investimento, hanno ritenuto per esempio che la prima inerisca il momento precontrattuale, mentre la seconda nasca a seguito della stipula del contratto di investimento (in tal senso, RIVIÈRE, *L'obligation d'information et de conseil du banquier souscripteur en assurance de groupe*, Les Petites Affiches, 2001, 5 ss.; LE TOURNEAU, *De l'allègement de l'obligation de renseignements ou de conseil*, D., 1987, 110 ss.). Altri, invece, hanno sostenuto che l'obbligo di informazione abbia come unico oggetto quello di portare a conoscenza dei contraenti alcuni elementi obbiettivi e precisi, in grado di consentire all'investitore di decidere avendo conoscenza di causa, mentre l'obbligo di consulenza avrebbe in sé un giudizio di valore, ovvero quel qualcosa in più in grado di influenzare il cliente (in questo senso, MALAURIE-CROUZET, *Responsabilité professionnelle: devoir d'information, règles de prevue, devoir de conseil et clauses contrares*, Cridon, 1998, 14 ss.; MEDJANOU, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers: étude juridique*, LGDJ, Bibl. Dr. Pr., 1996, 246 ss.; ABOUKORIN, *L'obligation de renseignement et de conseil dans l'exécution des contrats*, Dijon, 1989, 54 ss.). Vi è stato altresì chi ha osservato come la distinzione tra obbligo di informazione e obbligo di consulenza operi anche sul piano della loro differente natura giuridica: il primo costituirebbe una obbligazione di risultato, mentre la seconda in una obbligazione di mezzi (in tal senso, MOULIN, *Les obligations d'information et de conseil du banquier souscripteur d'une assurance groupe*, in RD bancaire et financier, 2000, 54). In particolare, sulla distinzione tra le due tipologie di informazione, si rimanda a FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats*, Essai d'une théorie, Paris, LGDJ, Bibl. Dr. Pr., 1992, secondo la quale “*La distinction fondamentale doit être fondée sur la fonction, l'intérêt de l'information pour le créancier de l'obligation d'information, de sorte que les obligations d'information sont de deux catégories, celles ayant une incidence sur le consentement d'un contractant et celles qui ont une incidence sur l'exécution d'un contrat. Cette distinction fonctionnelle détermine le régime applicable en cas de méconnaissance de l'obligation d'information. Lorsque l'information a une incidence sur le consentement, la sanction est, soit l'annulation du contrat si le vice a été déterminant, soit l'allocation de dommages-intérêts sur le fondement de la responsabilité délictuelle si le vice n'a été qu'incident. Au contraire, lorsque l'information a une répercussion sur l'exécution, la sanction est tantôt la résolution du contrat, tantôt la responsabilité, cette fois-ci contractuelle, du débiteur de l'information*”.

²⁷⁹Per un approfondimento sul punto si rinvia alla dottrina tedesca, in particolare a LEI-

A parere della scrivente, sicuramente i concetti di informare e di consigliare devono essere tenuti ontologicamente distinti: la consulenza si distingue dall'informazione per la sussistenza intrinseca di una valutazione soggettiva che supera il mero dato oggettivo, proprio invece dell'informazione in senso stretto.

La necessità da parte dell'intermediario di raccogliere determinate informazioni dal cliente, ma soprattutto il dovere dello stesso di eseguire l'interesse del medesimo dimostrano infatti che il concetto di informazione così come sopra evidenziato può risultare "stretto". Il dovere di informazione in esame si pone quindi quale "ponte" tra l'obbligo di informazione *tout court* e l'obbligo di consulenza.

1.3 (segue) L'obbligazione di mettere in guardia

Alcuni interpreti si sono occupati altresì di evidenziare la differenza tra obbligo di informazione e obbligo "di mettere in guardia il cliente"²⁸⁰, quest'ultimo previsto in favore dei clienti al dettaglio, al fine di attirare la loro attenzione sui rischi e sugli inconvenienti di una determinata operazione finanziaria

SCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 133, il quale afferma: "*Die Grenzziehung zwischen individualisierten und nichtindividualisierten Informaionen ist daher mit § 31 WpHG nicht vereinbar. Der Zusammenhang zwischen Informations- und Erkundigungspflichten ist im Kommissionsvorschlag für eine neue WpDRiL nunmehr auch deutlich angesprochen*". La proposta di cui si parla è la KOM(2002), 106 ss., secondo la quale "*So ist es für ein Wertverpflichtungen angemessen nachkommen möchte, insbesondere unerlässlich, Informationen über die Finanzlage, die Erfahrungs- und die Anlageziel des Kunden einholen und eine Bewertung dahingehend vorzunehmen, inwieweit die im Lichte dieser Informationen angebotenen Dienstleistungen (...) tatsächlich für den Kunden zweckdienlich sind*".

²⁸⁰Si tratta, in particolare, di una parte della dottrina francese. Tra i giuristi che hanno sollevato tale perspicace informazione, si segnala DAIGRE, *La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et la couverture*, in *Banque et droit*, 2000, 6 ss., il quale definisce l'obbligazione di mettere in guardia quale "*l'obligation d'information spéciale qui oblige l'intermédiaire à tenir compte de la personnalité et de la compétence de son client pour l'alerter. C'est une information personnalisée et non pas banalisée*".

e, conseguentemente, sulle eventuali precauzioni da adottare per evitare tali rischi. Essa risulta quale obbligo di informazione “speciale” e richiede un grado maggiore di collaborazione da parte dell’intermediario nei confronti dell’investitore.

Tale obbligazione ha contenuto negativo, nel senso che ha ad oggetto un consiglio di non fare, accompagnato dall’esposizione di pericoli e inconvenienti derivabili dall’inosservanza della stessa. La distinzione tra le due obbligazioni, forse più pratica che teorica, emerge in modo evidente in un caso esemplificativo. Quando il prestatore di servizi di investimento avvisa l’investitore, per esempio, di una insufficienza della copertura finanziaria, egli adempie l’obbligo di informazione; diversamente se, oltre ad avvisare circa la cennata insufficienza, lo avvisa circa i rischi e le conseguenze derivanti dal mancato rispetto delle regole di copertura, si tratterà di obbligo di messa in guardia.

Gli Autori che hanno evidenziato tale prospettiva hanno sostenuto peraltro che l’obbligazione di mettere in guardia altro non sarebbe che una componente dell’obbligazione di consulenza cui abbiamo fatto cenno sopra²⁸¹.

L’individuazione di un’obbligazione di mettere in guardia il cliente (al dettaglio), così come proposta dalla dottrina richiamata, induce a riflettere circa l’effettivo contenuto del “genericamente richiamato” obbligo di informazione *ex art.* 11 della direttiva europea, che necessariamente deve individuare un ulteriore comportamento a carico dell’intermediario.

²⁸¹Cfr. JOURDAIN, nota a sentenza Cass., 8.10.1997, in *RTD civ.*, 1998, 384, secondo il quale “*l’obligation de conseil implique la mise en garde, le devoir de déconseiller l’opération projetée; elle s’exprime par un devoir de déconseiller*”; ESSOMBE-MOUSSIO, “*Gestion de portefeuille*”, in *Dictionnaire Joly bourse et produits financiers*, 1997, 90 ss.; PELTIER, nota a sentenza Cass., 23.2.1993, in *Bull. Joly Bourse*, 1993, 301, che osserva: “*Force est de constater que la mise en garde est proche du conseil*”.

2. Il contenuto dell'obbligo di informazione previsto a carico degli intermediari finanziari

2.1 L'informazione passiva (le cc.dd. *know your costumer rule* e *know your merchandise rule*)

Il vigente regolamento Consob del 2007, come anticipato, si occupa anche di concretizzare il contenuto dell'informazione che l'intermediario deve fornire al cliente ai sensi dell'art. 21 T.U.F.. Il secondo comma dell'art. 27, infatti, stabilisce che “*Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*”²⁸². Tali informazioni, che possono essere fornite in formato

²⁸²L'articolo 28, rubricato “Condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti”, recita: “1. Ai fini di cui all'articolo 27, comma 1, gli intermediari assicurano che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, rivolte a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio, o probabilmente dagli stessi ricevute, soddisfino le condizioni di cui al presente articolo. 2. Le informazioni: a) includono la denominazione dell'intermediario; b) non sottolineano gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche un'indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti; c) hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute; d) non celano, minimizzano od occultano elementi o avvertenze importanti. 3. Quando le informazioni raffrontano servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestano servizi di investimento o accessori, esse soddisfano le seguenti condizioni: a) il raffronto è presentato in modo corretto ed equilibrato; b) le fonti di informazione utilizzate per il raffronto sono specificate; c) i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto vengono indicati. 4. Quando le informazioni contengono un'indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di un servizio di investimento, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) tale indicazione non costituisce l'elemento predominante della comunicazione; b) le informazioni forniscono dati appropriati sui risultati riguardanti: b1) i cinque anni immediatamente precedenti, ovvero b2) l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l'indice finanziario è stato creato o il servizio di investimento è stato fornito se inferiore a cinque anni, oppure b3) un periodo più lungo

standardizzato, si riferiscono: a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi²⁸³; b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte,

eventualmente deciso dall'intermediario. In ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi; c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono chiaramente indicati; d) le informazioni contengono l'avviso evidente che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri; e) quando tale indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato comunitario nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente tale valuta e avvertono che il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio; f) quando l'indicazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri. 5. Quando le informazioni includono o fanno riferimento a elaborazioni basate su dati storici, esse devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario e soddisfare le condizioni seguenti: a) le elaborazioni basate su dati storici sono basate su dati reali di uno o più strumenti finanziari o indici finanziari che siano identici o soggiacenti allo strumento finanziario in questione; b) per quanto riguarda i dati storici reali di cui alla lettera a), sono soddisfatte le condizioni di cui al comma 4, lettere a), b), c), e) e f); c) le informazioni contengono l'avviso in forma evidente che i dati si riferiscono a elaborazioni basate su dati storici e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. 6. Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti: a) non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati; b) si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi; c) quando l'informazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri; d) evidenziano che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. 7. Quando le informazioni fanno riferimento ad uno specifico trattamento fiscale esse indicano in modo evidente che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro. 8. Le informazioni non possono indicare o suggerire che l'autorità competente avalla o approva i prodotti o i servizi oggetto dell'informazione".

²⁸³L'art. 29 Regolamento Consob 2007, rubricato "Informazioni sull'intermediario e i suoi servizi", recita: "1. Gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio le seguenti informazioni generali, ove siano pertinenti: a) il nome e l'indirizzo dell'intermediario e i relativi recapiti; b) le lingue nelle quali il cliente può comunicare con l'intermediario e ricevere da questo documenti e altre informazioni; c) i metodi di comunicazione che devono essere utilizzati tra l'intermediario e il cliente, anche, se pertinente, per l'invio e la ricezione di ordini; d) una dichiarazione che l'intermediario è autorizzato e il nome e il recapito dell'autorità competente che l'ha autorizzato; e) quando l'intermediario opera tramite un agente collegato in conformità dell'articolo 23 della direttiva n. 2004/39/CE, una dichiarazione in tal senso in cui viene specificato lo Stato membro in cui tale agente è registrato; f) la natura, la frequenza e le date della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta, di cui agli articoli da 53 a 56; g) se l'intermediario detiene strumenti finanziari o somme di denaro di clienti, una descrizione sintetica delle misure adottate per assicurare la loro tutela; h) il sistema di indennizzo degli investitori o di garanzia dei depositi pertinente, con una descrizione sin-

*inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento*²⁸⁴;

tetica delle modalità di copertura dello stesso; i) una descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interesse; l) ogniqualvolta il cliente lo richieda, maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell'intermediario purché le condizioni di cui all'articolo 36, comma 2, siano soddisfatte. 2. Quando prestano il servizio di gestione di portafogli, gli intermediari adottano un metodo appropriato di valutazione e comparazione dei risultati della gestione, anche mediante indicazione di un parametro di riferimento significativo, che sia coerente con gli obiettivi di investimento del cliente e con i tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente la valutazione del servizio prestato. 3. Quando gli intermediari propongono di fornire il servizio di gestione di portafogli ad un cliente al dettaglio o ad un potenziale cliente al dettaglio, forniscono, in aggiunta alle informazioni di cui al comma 1, le informazioni seguenti, ove pertinenti: a) informazioni sul metodo e sulla frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente; b) i dettagli di eventuali deleghe della gestione con specificazione dell'ampiezza della delega; c) la descrizione del parametro di riferimento al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente; d) i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti; e) gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità".

²⁸⁴L'art. 30 Regolamento Consob 2007, rubricato "Informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela", recita: "1. Gli intermediari che detengono strumenti finanziari o somme di denaro appartenenti a clienti al dettaglio forniscono a tali clienti le informazioni di cui ai commi seguenti, ove pertinenti, anche ai sensi del regolamento della Banca d'Italia adottato in conformità all'articolo 6, comma 1, del Testo Unico. 2. Gli intermediari informano il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio della eventuale possibilità che gli strumenti finanziari o le somme di denaro di tale cliente siano detenuti da un terzo per conto dell'intermediario, nonché della responsabilità che essi si assumono, conformemente al diritto nazionale applicabile, per qualsiasi atto od omissione del terzo medesimo e delle conseguenze che l'eventuale insolvenza di quest'ultimo determinerebbe per il cliente. 3. Quando gli strumenti finanziari del cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possono essere detenuti in un "conto omnibus" da un terzo, gli intermediari informano il cliente di questo fatto e gli forniscono un avviso evidente circa i rischi che ne derivano. 4. Quando i conti che contengono strumenti finanziari o somme di denaro appartenenti al cliente o potenziale cliente possono o potranno essere soggetti ad un ordinamento giuridico extracomunitario, gli intermediari forniscono informativa di tale circostanza ed indicano in che misura i diritti del cliente o potenziale cliente relativi a tali strumenti finanziari o somme di denaro possano esserne influenzati. 5. Gli intermediari informano il cliente circa l'esistenza e i termini di eventuali diritti di garanzia o privilegi che l'intermediario medesimo, o il subdepositario, vanta o può vantare sugli strumenti finanziari o sulle somme di denaro del cliente, o di eventuali diritti di compensazione esistenti in relazione ad essi. 6. Gli intermediari prima

c) alle sedi di esecuzione, e d) ai costi e oneri connessi²⁸⁵”.

Il flusso informativo non è indirizzato, però, solo dall’intermediario al cliente, ma anche in senso opposto, ossia dal cliente all’intermediario. In questo senso dispone la previsione legislativa secondo cui gli intermediari finanziari “Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: (...) b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati” (art. 21, comma 1, lett. b) T.U.F.).

L’informazione, pertanto, può essere distinta in passiva (espressa nella “*know your customer rule*”, regola del “conoscere il tuo cliente” e nella “*know your merchandise rule*”, regola del “conoscere i prodotti oggetto di negoziazione”) e in attiva (espressa nella “*suitability rule*”, regola di “adeguatezza” e nella “*best execution rule*”, regola della “miglior esecuzione”)²⁸⁶.

di utilizzare, per proprio conto o per conto di un altro cliente, strumenti finanziari detenuti per conto di un cliente al dettaglio, forniscono allo stesso in tempo utile, su un supporto duraturo, informazioni chiare, complete ed accurate sugli obblighi e sulle responsabilità che l’utilizzo di tali strumenti finanziari comporta per l’intermediario, comprese le condizioni di restituzione degli strumenti, e sui rischi che ne derivano”; mentre le informazioni sugli strumenti finanziari sono dettagliate al successivo art. 31.

²⁸⁵Tale tipologia di informazione viene articolata dall’art. 32 Regolamento Consob 2007.

²⁸⁶Tale bipartizione non è solo appannaggio della dottrina. Anche la giurisprudenza più recente ha accolto tale ricostruzione. Tra le diverse pronunce, si segnala APP. TORINO, 1.4.2012, che evidenzia “Gli obblighi informativi a carico della banca nei confronti dei clienti devono essere adempiuti sia nella fase iniziale del rapporto (c.d. obblighi informativi passiva: “*know your customer rule*”) sia all’atto dello specifico ordine di acquisto di strumenti finanziari (cd. obblighi di informazione attiva: *suitability rule*). (...) In tema di informativa della banca in favore del cliente nell’ipotesi di ordine di acquisto di strumenti finanziari, l’adozione di tutte le incombenze deve rispondere a criteri non burocratici, ma di effettività e concretezza: da ciò consegue che un’avvertenza di inadeguatezza dell’operazione formulata in maniera generica e formale non può considerarsi tale da porre il cliente in grado di comprendere l’effettiva portata dell’operazione posta da lui in essere, e la sua difformità rispetto ai propri obiettivi di investimento ed al proprio di rischio (...) A differenza della prova di avere agito con la diligenza contrattuale richiesta, posta dalla legge a carico della banca, in applicazione della regola generale prevista nell’art. 2697 c.c., quella del danno e della relazione causale tra quest’ultimo e l’inadempimento è posta a carico della parte che agisce per il risarcimento (...) In materia di inadempimento degli obblighi informativi a carico della banca in favore del cliente nell’ipotesi dell’acquisto di strumenti finanziari, la prova del danno e della relazione causale tra quest’ultimo e l’ina-

Dall'analisi della disposizione, che impone all'intermediario di acquisire le informazioni necessarie dal cliente, emerge che tale raccolta d'informazioni risulta finalizzata, in un primo momento, alla classificazione del cliente e, in un secondo momento, alla raccomandazione degli strumenti finanziari adatti allo stesso.

Come abbiamo visto nel secondo capitolo del presente lavoro, questa prima fase, anteriormente disciplinata dall'art. 28 del Regolamento Consob del 1998²⁸⁷, viene attualmente regolata dall'Allegato Terzo del Regolamento

dempimento può essere fornita con ogni mezzo, e la sua valutazione non può prescindere dalla considerazione, da un lato, delle peculiarità del rapporto di investimento e, dall'altro, del carattere prettamente omissivo della condotta che ha dato luogo all'inadempimento", in www.ilcaso.it.

²⁸⁷L'art. 28 del Regolamento Consob del 1998 "Informazioni tra gli intermediari e gli investitori" recita "1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3. 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento. 3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito. 4. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10% di tale controvalore. 5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni

Consob del 2007 (nonchè l'art. 35 dello stesso), che ha profondamente modificato – a seguito della novella europea – i criteri di classificazione della clientela.

L'informazione passiva, dunque, viene realizzata attraverso l'esecuzione della c.d. *Know your customer rule* e della c.d. *Know your merchandise rule*.

La *Know your customer rule* è prevista dall'art. 39 del Regolamento Consob n. 16190/2007, norma che individua il contenuto dell'obbligo di informazione c.d. passiva che l'intermediario deve assumere dal cliente (o dal potenziale cliente) “*al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti*”²⁸⁸.

La richiesta di informazioni verte, secondo il disposto normativo, su tre

in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute”.

²⁸⁸Si riporta di seguito il testo integrale della norma: “1. Al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento. 2. Le informazioni di cui al comma 1, lettera a), includono i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente. 3. Le informazioni di cui al comma 1, lettera b), includono, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari. 4. Le informazioni di cui al comma 1, lettera c), includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti. 5. Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete. 6. Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi. 7. Gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai sensi del presente articolo”.

aspetti che riguardano il cliente stesso e che sono meglio declinati dal secondo al quarto comma del citato art. 39: a) conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) situazione finanziaria; c) obiettivi di investimento. L'intermediario è quindi tenuto ad indagare tutte e tre le prospettive, in modo da essere poi in grado di classificare il cliente.

La *know your merchandise rule*, invece, già prevista dall'art. 26, comma 1, lett. e) del Regolamento Consob n. 11522/98²⁸⁹, impone che l'intermediario sia tenuto ad acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari che sia "adeguata" alla prestazione da fornire al cliente: per poter informare adeguatamente, l'intermediario deve conoscere il prodotto e il mercato finanziario che sta proponendo.

Come è stato notato in dottrina, l'adeguatezza dell'informazione circa il prodotto finanziario proposto consiste nell'aver cura che il cliente sia reso edotto della natura e dei rischi dell'operazione, essendo insufficiente, per esempio, la mera avvertenza alla clientela che il prodotto finanziario è un titolo a rischio²⁹⁰. Per fare ciò, naturalmente, l'intermediario deve possedere una conoscenza approfondita degli strumenti di cui si occupa. L'oggetto di questo tipo di informazione si estende altresì ai dati caratteristici della società emittente: per esempio, è importante rilevare il grado di solvibilità della stessa. In tal caso, il dovere di informarsi dell'intermediario si concreterebbe dunque nell'acquisizione delle c.d. *offering circulars*, ovvero della documentazione da cui emerge il livello di indebitamento del soggetto emittente i titoli verso il sistema bancario e finanziario.

La mancata acquisizione di tale documento, secondo la giurisprudenza,

²⁸⁹La norma recita "Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del patrimonio mobiliare acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire".

²⁹⁰Si legga, MAFFEIS, *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 585; PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 194 ss..

comporta l'inadempimento all'obbligo di assumere adeguate informazioni. Merita segnalare sul punto una pronuncia del Tribunale di Rimini, data 11.5.2005, la quale ha osservato che la mancata acquisizione della *offering circular* determina una carenza di informazioni su aspetti determinanti nella scelta dell'investimento, tali da invocare la violazione degli obblighi informativi di cui al T.U.F. e al regolamento Consob²⁹¹.

A differenza di quanto previsto dal regolamento Consob del 1998 (*sub art. 26*), è stato notato²⁹² che il Regolamento Consob del 2007 non prevede alcuna norma dello stesso tenore, che sancisca l'obbligo dell'intermediario di informarsi adeguatamente sui prodotti.

Si deve tuttavia osservare che quest'ultimo è oggi implicito, poiché risulta dalle dettagliate norme di cui agli articoli 31 e seguenti del nuovo regolamento, concernenti gli obblighi di informazione che l'intermediario deve fornire all'investitore. È evidente, infatti, che l'obbligo di informarsi dell'intermediario e il successivo suo obbligo di informare il cliente sono tra loro strettamente collegati e posti, cronologicamente, in posizione l'uno anteriore

²⁹¹ TRIB. RIMINI, 11.5.2005, in www.ilcaso.it, secondo la quale infatti “*non si può ritenere che la banca abbia adempiuto all'obbligo di assumere adeguate informazioni in ordine alla tipologia ed alle caratteristiche essenziali del titolo (...), qualora, all'epoca dell'acquisto, la stessa non fosse in possesso della offering circular. Tale documento conteneva, infatti, le informazioni essenziali dei prestiti obbligazionari in oggetto, quali quelle relative al patrimonio dell'emittente, all'EBTDA, nonché al regime giuridico dell'emissione. La mancata acquisizione dell'offering circular ha, quindi, determinato una carenza di informazioni su punti determinanti nella scelta dell'investimento, carenza tanto più grave in quanto il titolo era privo di rating e di prospetto informativo. La mancata acquisizione di detti strumenti informativi configura la violazione del dovere di informarsi (ex art. 26 reg. Consob) nonché di efficiente svolgimento dei servizi finanziari (art. 21 TUF)*”. Conformi, APP. TORINO, 19.10.2007; TRIB. SALERNO, 20.10.2012; TRIB. MILANO, 20.3.2012; TRIB. COMO, 7.3.2012; TRIB. TRAPANI, 29.7.2010; TRIB. RIMINI, 21.11.2006; TRIB. BRINDISI, 30.12.2005; TRIB. BRINDISI, 21.6.2005, tutte in www.ilcaso.it. Invero, per completezza, è necessario evidenziare che parte della giurisprudenza non ritiene sufficiente l'acquisizione della citata offering circular al fine di provare l'adeguatezza del dovere di informarsi a carico dell'intermediario. In questo senso, per esempio, si è espresso APP. TORINO, 20.4.2007, in www.ilcaso.it.

²⁹² In particolare, si legga PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 197 ss..

rispetto all'altro.

L'art. 31 del vigente Regolamento Consob²⁹³ impone infatti che al cliente venga fornita una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, illustrando le caratteristiche proprie dello specifico strumento interessato, nonché i rischi connessi specificamente a quest'ultimo, *“in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informato”*. In particolare, il cliente dovrà essere informato della totalità dei rischi connessi, della volatilità del relativo prezzo degli stessi, del fatto che – a seguito di particolari operazioni – egli potrebbe assumersi ulteriori obbligazioni aggiuntive e, infine, dell'eventuale esistenza di requisiti di marginatura.

²⁹³L'art. 31 del Regolamento Consob del 2007, rubricato *“Informazioni sugli strumenti finanziari”*, *“1. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate. 2. La descrizione dei rischi include, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo status e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: a) i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti. 3. Se l'intermediario fornisce ad un cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio informazioni in merito ad uno strumento finanziario che è oggetto di un'offerta al pubblico in corso ed in relazione a tale offerta è stato pubblicato un prospetto conformemente agli articoli 94 e seguenti del Testo Unico, l'intermediario medesimo comunica al cliente o potenziale cliente le modalità per ottenere il prospetto. 4. Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano tra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi. 5. Nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia includono dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia”*.

Anche il successivo art. 32²⁹⁴ risulta di notevole rilevanza: l'intermediario deve altresì informare il cliente (o potenziale cliente) al dettaglio circa i costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi, *“comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo”*.

L'art. 34²⁹⁵, infine, disciplina i tempi in cui tali informazioni devono

²⁹⁴L'art. 32 Regolamento Consob 2007, rubricato *“Informazioni sui costi e sugli oneri”*, recita *“1. Gli intermediari forniscono ai clienti al dettaglio e potenziali clienti al dettaglio informazioni sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi, comprendenti, ove pertinenti, i seguenti elementi: a) il corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse, e tutte le imposte che verranno pagate tramite l'intermediario o, se non può essere indicato un corrispettivo esatto, la base per il calcolo dello stesso cosicché il cliente possa verificarlo; b) quando una parte qualsiasi del corrispettivo totale di cui alla lettera a) deve essere pagata o è espressa in valuta estera, l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili; c) l'indicazione della possibilità che emergano altri costi per il cliente, comprese eventuali imposte, in relazione alle operazioni connesse allo strumento finanziario o al servizio di investimento, che non sono pagati tramite l'intermediario o imposti da esso; d) le modalità per il pagamento. Ai fini della lettera a), le commissioni applicate dall'intermediario vengono in ogni caso indicate separatamente”*.

²⁹⁵L'art. 34 del Regolamento Consob del 2007, rubricato *“Modalità e termini delle informazioni”*, dispone *“1. Ai fini di cui all'articolo 27, comma 2, gli intermediari si attengono alle disposizioni del presente articolo. 2. Gli intermediari forniscono al cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio, in tempo utile prima che sia vincolato da qualsiasi contratto per la prestazione di servizi di investimento o accessori, le informazioni concernenti i termini del contratto. 3. Gli intermediari forniscono le informazioni di cui agli articoli da 29 a 32 ai clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio in tempo utile prima della prestazione di servizi di investimento o accessori. 4. Gli intermediari forniscono ai clienti professionali le informazioni di cui all'articolo 30, commi 4 e 5, in tempo utile prima della prestazione del servizio interessato. 5. Le informazioni di cui ai commi 2, 3 e 4 vengono fornite su un supporto duraturo o tramite il sito Internet dell'intermediario, purché le condizioni di cui all'articolo 36, comma 2, siano soddisfatte. 6. Gli intermediari notificano al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32. La notifica viene fatta su supporto duraturo, se le informazioni alle quali si riferisce erano state fornite su supporto duraturo. 7. Gli intermediari assicurano che le informazioni contenute nelle comunicazioni pubblicitarie e promozionali siano conformi a quelle che l'impresa fornisce ai clienti nel quadro della prestazione di servizi di investimento e accessori. 8. Quando una comunicazione pubblicitaria o promozionale contiene un'offerta o un invito di cui alle successive lettere a) e b) e specifica le modalità di*

essere comunicate al cliente. La regola principale è che le informazioni devono essere fornite “*in tempo utile prima che (il cliente) sia vincolato da qualsiasi contratto per la prestazione di servizio*”, ad esclusione di quelle riguardanti gli specifici strumenti finanziari negoziati, che dovranno essere comunicate in tempo utile prima della prestazione di servizio stessa²⁹⁶.

2.2 L'informazione attiva: la valutazione di adeguatezza (la c.d. *suitability rule*)

Una volta raccolte le informazioni per il cliente e dal cliente, è l'intermediario finanziario che deve a sua volta fornirne alcune determinate all'investitore, nel rispetto della regola di adeguatezza, nota anche come *suitability rule*.

La *suitability rule*, norma di comportamento di origine anglosassone, è stata introdotta nell'ordinamento italiano con l'art. 29 del regolamento Consob n. 11522/1998²⁹⁷, il quale imponeva agli intermediari di astenersi dall'effe-

risposta o include un modulo attraverso il quale può essere data una risposta, essa include le informazioni di cui agli articoli da 29 a 32 che siano rilevanti per tale offerta o invito: a) offerta a concludere un contratto in relazione ad uno strumento finanziario o servizio di investimento o accessorio con qualsiasi persona che risponda alla comunicazione; b) invito a qualsiasi persona che risponda alla comunicazione a fare un'offerta per concludere un accordo in relazione ad uno strumento finanziario o servizio di investimento o accessorio. 9. Il comma 8 non si applica se, per rispondere ad un'offerta o ad un invito contenuti nella comunicazione promozionale, il potenziale cliente al dettaglio deve far riferimento ad uno o più altri documenti, che, singolarmente o congiuntamente, contengono tali informazioni”.

²⁹⁶Si tratta del comma 6 dell'art. 34 del Regolamento Consob del 2007. A chiusura, la Consob ha introdotto infine la seguente disposizione: “*gli intermediari notificano al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32*”.

²⁹⁷La *suitability rule* ha matrice anglosassone ed è disciplinata dal NASD Conduct Rule, rubricato “*Recommendations to Customers (Suitability)*”, secondo il quale “(a) *In recommending to custode the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such custode upon the basis of the facts, if any, disclosed by such custode upon the basis of the facts, if any, disclosed by such custode as to his other security holdings and as to his financial situation and needs. (b) Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning: (1) the customer's financial status; (2) the customer's tax status; (3) the customer's*

tuare con e per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

Essa è espressione e applicazione delle sopra esaminate *Know your customer rule* e *Know your merchandise rule*: solo una volta raccolte tutte le informazioni dall'investitore, infatti, l'intermediario sarà in grado di valutare se un'operazione può dirsi adeguata o meno allo specifico profilo di rischio.

Cosa significa però "adeguatezza", termine non particolarmente ricorrente nella terminologia giuridica? Il vocabolo in sé richiamerebbe un giudizio di proporzionalità, che opererebbe nel rapportare l'operazione proposta alle caratteristiche del cliente cui viene raccomandata. La regola dell'adeguatezza, infatti, è stata introdotta proprio al fine di evitare una standardizzazione delle informazioni e, quindi, favorire la costituzione di un rapporto con il cliente il più possibile personalizzato.

Il giudizio di adeguatezza in sé e per sé considerato consiste in una operazione logico deduttiva che consente all'impresa di investimento di valutare se gli strumenti finanziari e i servizi di investimento siano o meno adatti al cliente²⁹⁸.

Da una prima lettura della disposizione in esame sembra tuttavia che l'u-

investment objectives; (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to customer; (c) for purpose of this rule, the term "non-institutional customer" shall mean a custode that does not qualify as an "institutional account" under Rule 3110(c) (4)". Per un'analisi economica della suitability rule, si rinvia a PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets, Law and Economics of conduct of Business Regulation*, 2012 Int. Rev. Law Ec., 479 (2000).

²⁹⁸GABRIELLI, *Il ruolo dell'informazione nel nuovo Regolamento Intermediari Consob*, in *Il Corr. mer.*, 2008, 401 ss., il quale ha peraltro osservato "Discussa è, invece, la qualificazione giuridica della richiesta delle informazioni ai clienti per valutare l'adeguatezza del servizio. La richiesta può, infatti, essere configurata tanto come un obbligo, in senso tecnico-giuridico, quanto configurare un onere. Nel primo caso l'intermediario non potrà prestare la propria attività o servizio; mentre nella seconda ipotesi l'inadempimento dell'onere comporta l'impossibilità per la stessa impresa di investimento di giustificarsi di fronte ad eventuali pretese risarcitorie o invalidanti di un risparmiatore che abbia subito un danno e che, diversamente, non avrebbe subito qualora il professionista ne avesse accertato accuratamente la posizione".

nico parametro di riferimento per l'intermediario è costituito dalle informazioni fornite dal cliente. Questa soluzione non pare invero accettabile e non trova conforto nemmeno in giurisprudenza, secondo la quale l'intermediario finanziario non può determinare la sua proposta d'investimento esclusivamente sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, poiché sulla banca incombe invece un obbligo d'indagare che va al di là del flusso informativo proveniente dall'investitore stesso.

In altre parole l'intermediario non può andare esente da responsabilità limitandosi ad affermare di avere operato "fidandosi" di quanto rappresentato dal cliente. La dovuta diligenza professionale impone infatti allo stesso di accertare, almeno sommariamente, se le affermazioni dell'investitore corrispondono a verità²⁹⁹.

Occorre poi distinguere la nozione di adeguatezza del sistema del 1998, da quella del sistema del 2007. Prima della direttiva MiFID, infatti, era possibile riconoscere una adeguatezza informativa ed una adeguatezza operativa. La prima si attuava, ai sensi dell'art. 28 regolamento Consob 1998, imponendo ai soggetti abilitati di chiedere ai clienti informazioni circa le proprie esperienze d'investimento in strumenti finanziari, la propria situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio; la seconda, ex art. 29 del medesimo regolamento, disponeva l'astensione dall'effettuare operazioni non adeguate in relazione alla loro tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, senza la conoscenza della situazione finanziaria del cliente³⁰⁰.

Diversamente, con le novità introdotte dalla direttiva MiFID, non è più possibile oggi operare tale bipartizione, dovendo distinguere invece tra ap-

²⁹⁹Si osserva peraltro che la valutazione di adeguatezza deve intervenire con riferimento a ogni singolo investimento raccomandato: il regolamento Consob parla di "specific" operazione consigliata. Non si tratta di un'attività che può essere svolta *una tantum* all'inizio del rapporto fra l'intermediario finanziario e il cliente, bensì di un adempimento che deve essere ripetuto ogni volta che viene consigliata un'operazione.

³⁰⁰Per un'ampia analisi sul punto, si rinvia a SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Le società*, 2009, 997 ss. e a SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1261 ss.

proprietà, che sostanzialmente ha sostituito l'adeguatezza informativa, e adeguatezza vera e propria, che è subentrata all'adeguatezza operativa del vecchio sistema³⁰¹.

Vi è stato in dottrina chi ha osservato come il legislatore italiano, nella fase di attuazione della direttiva MiFID, nonostante la facoltà di ampliare i dati normativi ivi contenuti, non abbia mantenuto l'estensione della valutazione di adeguatezza a tutti i servizi di investimento, prevedendola esclusivamente per i servizi di consulenza e gestione di portafogli³⁰². L'attuale regolamento ha infatti "confinato" tale apprezzamento al solo ambito del servizio di consulenza, mentre nel citato regolamento Consob del 1998 la valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione veniva prevista sia nell'ambito dei servizi di consulenza che nell'ambito delle prestazioni di servizi³⁰³.

Il nuovo regolamento n. 16190/2007 dispone dunque che gli intermediari finanziari "*sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, (...) valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio*" (art. 40, comma 1, Regolamento Consob n. 16190/2007).

La portata innovativa dell'attuale previsione regolamentare non è riconducibile solo alla limitazione applicativa nella ridotta sfera dei servizi di con-

³⁰¹Cfr. in dottrina, RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Le Società*, 2008, 272 ss.; NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 495 ss.

³⁰²In particolare, si legga SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Le società*, 2009, 1009.

³⁰³Alcune informazioni sul punto sono offerte da MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 389 ss.

sulenza. Come ha osservato anche autorevole dottrina, infatti, la regola di adeguatezza così come formulata a seguito dell'emanazione della direttiva MiFID, risulterebbe altresì rafforzata: l'operazione reputata inadeguata non potrà in alcun modo essere eseguita, diversamente da quanto accadeva sotto la vigenza del precedente regolamento³⁰⁴.

All'intermediario viene inoltre richiesto di effettuare una pluralità di verifiche. In un primo momento egli deve accertare che la specifica operazione corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente. Egli deve pertanto avere prima accertato quali siano tali obiettivi: se l'operazione si colloca all'interno degli obiettivi, essa è adeguata; se invece l'operazione non li rispetta, sarà reputata inadeguata. In secondo luogo, l'intermediario deve verificare che il cliente sia in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento. Infine, occorre che il cliente sia in grado, per esperienza e conoscenza, di comprendere i rischi connessi all'operazione. Nel caso di prodotti finanziari complessi, è possibile osservare come ciò richieda un'indagine più profonda da parte dell'intermediario, posto che l'ingegneria finanziaria degli ultimi anni ha creato prodotti di una tale complessità da essere effettivamente compresi solo agli addetti ai lavori³⁰⁵.

³⁰⁴MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 388 ss; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Utet, 2008, 134; DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, AMOROSINO (a cura di), Giuffrè, 2008, 109. Evidenziano il raggiunto livello massimo di protezione per il cliente, funzionale alla tutela del mercato del risparmio, SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, GABRIELI e LENER (a cura di), I, in *Trattato dei contratti* diretto da RESCIGNO e GABRIELI, Torino, 2011, 296 ss.; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*; in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.

³⁰⁵Si legga, inoltre, TRIB. LECCE, 12.6.2006, secondo il quale “Non può ritenersi sufficiente l'informazione rilasciata dall'intermediario mediante la dicitura prestampata “non adeguata” apposta su un modulo sottoposto all'investitore all'atto dell'acquisto poiché l'ampiezza dell'espressione utilizzata non consente di formare una reale consapevolezza in ordine alla natura dell'operazione ed al rischio ad essa correlato”; diversamente, TRIB. VENEZIA, 24.3.2007, la quale ha osservato “si deve escludere che costituisca mera clausola di stile la dizione apposta sul modulo dell'ordine di acquisto di un prodotto finanziario del seguente tenore “titolo a rischio o soggetto a condizioni particolari; operazione non adeguata

Il regolamento specifica poi che “*una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente*” (art. 40, comma 1, ultima proposizione, Regolamento Consob del 2007). Questa disposizione impone pertanto all’intermediario da un lato di “coordinare” i propri suggerimenti (se, ad esempio, egli offre tre indicazioni di investimento, dovrà specificare se esse sono cumulative o alternative), dall’altro di non suggerire di compiere un numero di operazioni che, rispetto all’interesse del cliente, risulta eccessivo³⁰⁶.

Si segnala infine che la valutazione circa l’adeguatezza, o meglio l’inadeguatezza, di un’operazione può essere operata grazie ad una serie di criteri individuati nel corso degli anni dalla giurisprudenza. Numerose sono le pronunce di Tribunali di merito, infatti, che dichiarano l’inadeguatezza dell’operazione finanziaria per dimensione, avendo riguardo a volte alla proporzione tra l’entità dell’investimento e il patrimonio del cliente, altre volte alla circostanza che il rendimento del titolo è sensibilmente più elevato rispetto alla media di mercato, sulla base del fatto che a rendimento elevato corrispondano rischi più elevati³⁰⁷.

preso atto delle informazioni da Voi sopra riportate, Vi dichiaro/dichiariamo di acconsentire espressamente all’esecuzione del presente ordine”. Detta dichiarazione, inoltre, non può essere considerata quale clausola contrattuale poiché trattasi di semplice dichiarazione di scienza con valenza di confessione stragiudiziale di fatti a sé sfavorevoli”, entrambe in www.ilcaso.it.

³⁰⁶Si tratta del c.d. churning. Sul punto si legga, MAGGIOLO, *Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 387 ss.; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*; in *Riv. dir. priv.*, 2008, 299 ss.

³⁰⁷Si veda per esempio, TRIB. PERUGIA, 7.5.2011, in www.ilcaso.it, il quale ha affermato che “*deve considerarsi inadeguato l’investimento in obbligazioni argentine, che impegni circa il 40% del portafoglio detenuto da coppia di coniugi, i quali all’epoca dell’investimento rivestano la qualità di pensionati e siano inoltre di età prossima ai settanta anni e privi di competenza specifica in materia mobiliare. In relazione all’acquisto di obbligazioni argentine, il fatto che gli stessi investitori avessero acquistato, pochi giorni prima, obbligazioni Parmalat non fa venire meno l’inadeguatezza dell’operazione. Tale circostanza, se da un lato non vale per ciò solo a rendere gli acquirenti operatori qualificati ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob, dall’altro rende ancor più grave l’ina-*

È stato inoltre osservato che la valutazione di inadeguatezza deve tener conto di elementi di carattere sia soggettivo che oggettivo. I primi vengono individuati nella natura specifica di investitore (professionale o al dettaglio), nell'età, nel titolo di studio, nella sua esperienza professionale; i secondi, invece, comprendono la tipologia dello strumento finanziario utilizzato, nella dimensione dell'investimento o nell'andamento negativo dell'investimento in un breve periodo di tempo³⁰⁸.

Va tuttavia evidenziata una ulteriore significativa differenza rispetto al sistema previgente: prima della riforma del 2007, l'art. 29 comma 3 del regolamento Consob n. 11522 del 1998 consentiva all'intermediario di porre in essere l'investimento inadeguato, purché vi fosse il consenso informato e scritto dell'investitore. L'obbligo di valutazione dell'adeguatezza sussisteva in capo all'intermediario anche laddove il cliente si fosse rifiutato di fornire le informazioni richieste, dovendo egli agire comunque sulla base delle informazioni in suo possesso e in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza.

Come è stato evidenziato dal Tribunale di Roma, infatti, con sentenza del 31.3.2006, la responsabilità dell'intermediario non è esclusa sulla base della mera circostanza per cui il cliente non ha fornito le informazioni richieste³⁰⁹.

dempimento del dovere di segnalazione dell'inadeguatezza da parte dell'istituto bancario, il quale avrebbe dovuto avvertire gli investitori della non congruità dell'operazione anche con riferimento alla composizione del portafoglio. Ai fini della valutazione di adeguatezza di un'operazione di acquisto di obbligazioni argentine rispetto al profilo soggettivo dell'investitore, è irrilevante la circostanza che quest'ultimo avesse lavorato in passato per la banca intermediaria, qualora lo stesso non abbia mai operato nel settore dei titoli e dunque non abbia acquisito competenza specifica in materia". Conformi, CASS. CIV., 25.6.2008; APP. PALERMO, 15.3.2013; APP. TORINO, 13.10.2010; TRIB. MILANO, 23.3.2012; TRIB. NAPOLI, 14.11.2011; TRIB. UDINE, 1.7.2011; TRIB. PIACENZA, 30.11.2010; TRIB. UDINE, 5.3.2010; TRIB. MILANO, 13.11.2008; TRIB. MILANO, 24.9.2008; TRIB. LIVORNO, 21.11.2007, tutte reperibili in www.ilcaso.it.

³⁰⁸Al riguardo, si veda TRIB. NOLA, 1.3.2005, in *Società*, 2005, 1415, con nota di AMATO, *Covered warrants e nullità dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento*.

³⁰⁹TRIB. ROMA, 31.3.2006, in *Foro it.*, 2005, I, 2538, la cui parte motiva afferma "il rifiuto da parte dell'investitore di fornire le informazioni richieste dall'intermediario non è sufficiente ad escludere la responsabilità del professionista in quanto la relativa acquisizione

Il non esonero dall'obbligo di valutazione dell'adeguatezza a carico dell'intermediario era stato invero già evidenziato dalla Consob la quale, in una Comunicazione del 2000 affermava: *“in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione patrimoniale e finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato...)”*³¹⁰.

Con il nuovo regolamento Consob, in assenza d'informazioni da parte del cliente (e dunque nell'impossibilità di emettere un giudizio di adeguatezza), l'operazione non può più essere compiuta. Il livello di tutela dell'investitore si è dunque innalzato.

L'art. 39 del regolamento Consob del 2007, infatti, prevede che *“quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente art. si astengono dal prestare i servizi menzionati”* (art. 39, comma 6, Regolamento Consob n. 16190/2007). Viene statuito, quindi, un divieto di agire. Questo dovere di astenersi trova la propria giustificazione nel fatto che, se l'intermediario non può valutare l'adeguatezza dell'investimento, la raccomandazione o l'operazione verrebbe, rispettivamente, data o posta in essere in assenza della dovuta base informativa e, dunque, con caratteri di casualità, che però l'ordinamento non può tollerare³¹¹.

non può assumere significato di esonero o di limitazione di responsabilità dell'intermediario”. Conformi, TRIB. BRINDISI, 18.8.2006; TRIB. MILANO, 20.3.2006; TRIB. MILANO, 15.3.2006; TRIB. MONZA, 16.12.2004; TRIB. MANTOVA, 1.12.2004; TRIB. MANTOVA, 12.11.2004, tutte in www.ilcaso.it.

³¹⁰ Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21.4.2000.

³¹¹ L'ordinamento infatti non può tollerare che gli intermediari gestiscano, professionalmente, il patrimonio di altri soggetti con tale superficialità. Cfr sul punto, SAVASTA, *L'ade-*

Merita infine osservare come la *suitability rule* non trovi applicazione nelle ipotesi di ordini c.d. *execution only*, ovvero laddove il servizio prestato dall'investitore si limiti alla mera esecuzione o trasmissione degli ordini impartiti dall'investitore, anche se qualche isolata pronuncia della giurisprudenza di merito non ha condiviso tale orientamento³¹².

In materia di adeguatezza, è doveroso segnalare infine il recente contributo dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), l'Autorità indipendente che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario europeo assicurando l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e l'ordinato svolgimento delle attività nei mercati finanziari, al fine di garantire un'applicazione comune, uniforme e coerente delle regole da parte delle imprese di investimento e di promuovere una maggiore convergenza nell'interpretazione e negli approcci di vigilanza. L'ESMA è intervenuta infatti nel giugno 2012, predisponendo una serie di linee guida, entrate in vigore il successivo 22 dicembre³¹³, concernenti proprio i requisiti di adeguatezza.

In particolare, l'Autorità ha proposto nove specifici orientamenti, in punto di informazione ai clienti sulla valutazione di adeguatezza; di disposizioni necessarie per comprendere i clienti e gli investimenti; di qualifiche del personale dell'impresa di investimento; di contenuto delle informazioni da raccogliere sui clienti (proporzionalità); di affidabilità delle informazioni sui clienti; aggiornamento delle informazioni sui clienti; di informazioni sui clienti per i soggetti giuridici o i gruppi; di disposizioni necessarie per garantire

guatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni, in *Le Società*, 2009, 997 ss.; SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere si astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.

³¹²Si veda per esempio TRIB. GENOVA, 12.4.2005, in www.ilcaso.it, secondo il quale gli obblighi informativi a carico dell'intermediario sussisterebbero anche nell'ipotesi di ordini c.d. *execution only*, poiché in ogni caso la banca presta all'investitore un servizio di consulenza, anche se solo illustrativa o strumentale.

³¹³Nello specifico, l'ESMA favorisce la convergenza della vigilanza sia attraverso la cooperazione tra le Authorities competenti che operano nel settore finanziario, sia operando a stretto contatto con altre Autorità Europee di vigilanza competenti nel settore bancario (EBA), assicurativo e pensionistico (EIOPA). Il documento ESMA è reperibile online http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-387_it.pdf.

l'adeguatezza di un investimento; di registrazioni.

Merita segnalare in questa sede la portata del primo orientamento, in base al quale *“le imprese di investimento dovrebbero informare i clienti, in modo semplice e chiaro, che lo scopo della valutazione dell'adeguatezza è quello di consentire all'impresa la possibilità di agire nel migliore interesse del cliente”*, continuando: *“per “valutazione dell'adeguatezza dovrebbe intendersi l'intero processo di raccolta delle informazioni sul cliente nonché la successiva valutazione dell'adeguatezza di un determinato strumento finanziario per tale cliente. (...) la valutazione dell'adeguatezza rientra nella responsabilità dell'impresa di investimento”*.

Si sottolinea peraltro che gli orientamenti di tale Autorità non sono da considerarsi vincolanti; tuttavia, la Consob, nel recepirli, ha evidenziato che *“gli intermediari (...) sono tenuti a rispettare gli orientamenti contenuti nel documento dell'ESMA ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile. (...) In particolare, gli orientamenti forniscono chiarimenti di ulteriore dettaglio prescritti dalla MiFID in tema di adeguatezza”*³¹⁴.

L'intervento da parte di un'autorità a livello europeo evidenzia chiaramente come l'aspetto relativo alla valutazione di adeguatezza rappresenti uno dei cardini di tutta la disciplina concernente l'informazione nell'ambito dell'intermediazione finanziaria *“probabilmente perché questa risulta essere (...) il momento in cui l'interrelazione tra intermediario e cliente raggiunge i livelli massimi”*³¹⁵ soprattutto a seguito dell'emanazione della direttiva MiFID.

La regola in esame svolge quindi un ruolo centrale, come ha osservato la Consob: *“la valutazione di adeguatezza delle operazioni rappresenta un momento essenziale della corretta prestazione di servizi di investimento nei confronti degli investitori non qualificati; l'apprezzamento dei profili di ade-*

³¹⁴Cfr. Comunicazione Consob n. 12084516 del 25.10.2012.

³¹⁵ZAGHINI, *La valutazione di adeguatezza nella MiFID: gli orientamenti dell'ESMA applicabili dal 22 dicembre 2012*, in www.dirittobancario.it, il quale approfondisce singolarmente i nove citati orientamenti.

guatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerate e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omesso"³¹⁶.

Ma non solo. La previsione di una valutazione di adeguatezza dell'operazione svolge una doppia finalità: da un lato, quella di riequilibrare l'asimmetria informativa tra le parti di un contratto di investimento, dall'altro quella di assicurare la tutela del risparmio³¹⁷.

2.3 (segue) L'appropriatezza (c.d. *Appropriateness rule*)

La nozione di appropriatezza è stata introdotta dall'art. 36 della direttiva 2006/73/Ce, rubricato appunto "valutazione dell'appropriatezza" che, come già anticipato, ha sostanzialmente sostituito il giudizio di adeguatezza c.d. informativa.

La nuova regolamentazione Consob impone di compiere una valutazione di appropriatezza dell'operazione con riferimento ad ogni altro servizio o attività di investimento diverse dalla consulenza, ad eccezione dagli ordini *execution only*³¹⁸.

³¹⁶Cfr. Comunicazioni Consob n. DI/98080595 del 14.10.1998 e n. DI/98088209 del 11.11.1998, in www.ilcaso.it.

³¹⁷In dottrina, si veda MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 584, il quale ha peraltro osservato "nella materia dei servizi di investimento, in cui il legislatore ha stabilito che il cliente è tipicamente il soggetto meno informato, risulta facile isolare un rilevante dato empirico, e cioè che l'informazione resa al cliente tramite il rispetto delle forme informative, non determina in realtà, il riequilibrio delle conoscenze fra le parti"; conforme, POLIANI, *Obblighi di informazione e acquisto di obbligazioni Parmalat*, in *Contr.*, 2006, 12 ss. La ratio della norma è stata puntualmente risaltata anche dalla giurisprudenza di legittimità, la quale ha riconosciuto l'opportunità di "imporre all'intermediario di assumere dal cliente le più complete informazioni afferenti la sua situazione finanziaria, affinché possa meglio valutare se l'operazione dal cliente proposta o a lui suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche", CASS., n. 11279/1997, in *Foro it.*, 1998, 3292, citata altresì in TRIB. TRANI, 7.6.2005, in *Nuova giur. civ. e comm.*, 2006, 769 e ss., con nota di ROMAGNOLI, *Servizi di investimento, adempimenti informativi dell'intermediario e tutela del consumatore*.

³¹⁸Cfr. GABRIELLI, *Il ruolo dell'informazione nel nuovo Regolamento Intermediari Consob*, in *Il Corr. mer.*, 2008, 405.

Mentre l'art. 40 del Regolamento Consob del 2007, come si è rilevato in precedenza, limita la valutazione dell'adeguatezza alla specifica operazione consigliata o realizzata, l'art. 42 prevede espressamente che la verifica dell'appropriatezza si estenda anche ai servizi di investimento, ipotesi questa che può verificarsi soltanto nel servizio di collocamento³¹⁹.

Diversamente da quanto accade con riferimento all'adeguatezza, in sede di giudizio di appropriatezza, la mancata acquisizione di tutte o alcune delle informazioni dal cliente non preclude lo svolgimento delle attività³²⁰.

La distinzione tra adeguatezza ed appropriatezza dell'operazione è stata acutamente colta da autorevole dottrina, che ha sostenuto che il *discrimen* tra le due valutazioni non rileva sotto il profilo ontologico, bensì sotto il profilo normativo³²¹. È stato infatti osservato che “*mentre l'operazione consigliata o realizzata può essere considerata adeguata dove corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, non superi le sue capacità finanziarie in relazione agli obiettivi di investimento, ed abbia natura tale da consentire al cliente di comprenderne i rischi (art. 40, comma 1, Reg. Intermediari), la valutazione*

³¹⁹L'art. 42, rubricato “*Valutazione dell'appropriatezza*”, recita: “*1. Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, e sulla base delle informazioni di cui all'art. 41, gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta*”. Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla gestione e dalla consulenza gli intermediari devono limitarsi alla verifica dell'appropriatezza accertando se il cliente è in possesso di un livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi relativi allo strumento finanziario ovvero al servizio di investimento offerto o richiesto, diversamente da quando prevedeva il precedente regolamento, il quale contemplava la valutazione dell'appropriatezza dell'operazione anche per i servizi di consulenza.

³²⁰In dottrina, si veda GAFFURI, *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it, sezione II, documento n. 128/2008, secondo il quale “*è sufficiente infatti comunicare al cliente, anche utilizzando un formato standardizzato, che il rifiuto di fornire le informazioni richieste - anche se limitato ad un elemento informativo che si ritenga indispensabile - impedirà di stabilire se il servizio o lo strumento sia appropriato*”.

³²¹MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 395; FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva MiFID*, in *I Contratti*, 2007, 583 ss.

*di appropriatezza si appunta soltanto sull'ultimo profilo*³²².

Agli intermediari, quindi, viene richiesto, in questa sede, di verificare solo che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che il servizio offerto o richiesto comporta. Atteso che nei servizi diversi dalla consulenza il ruolo dell'intermediario risulta alquanto ridimensionato, si sarebbe ritenuto superfluo obbligare l'intermediario a dover considerare anche gli obiettivi di investimento del cliente e la sua capacità finanziaria (come invece accade in sede di valutazione di adeguatezza).

È stato osservato peraltro dalla dottrina, e in questo senso concorda anche chi scrive, che la scelta della Consob di distinguere l'ambito operativo delle norme in esame, operata alla luce della normativa MiFID che ha introdotto il servizio di consulenza, ha comportato un sacrificio della protezione dell'investitore che non si avvale del servizio di consulenza (sulla base del fatto che un investitore poco esperto avrebbe optato per un servizio di consulenza), in favore di un incremento di efficienza e competitività del mercato finanziario (sulla base di una diminuzione dei costi di informazione)³²³.

Tuttavia, escludere la valutazione di adeguatezza – maggiormente protettiva nei confronti del cliente – per i servizi diversi dalla consulenza (che per definizione abbisognano di maggior salvaguardia), risulterebbe essere una scelta legislativa poco giustificabile, posto che, se la *ratio* del legislatore è rinvenibile nella difesa della posizione dell'investitore, a maggior ragione in un servizio che non ha ad oggetto la consulenza vera e propria, egli avrebbe dovuto prevedere mantenere i parametri più protettivi della valutazione di adeguatezza.

³²²MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 395.

³²³Cfr. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, 2007, in www.ilcaso.it; GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interessi*, DEL BENE (a cura di), Giuffrè, 2009, 184.

2.4 (segue) La *best execution rule*

L'aspetto di particolare importanza all'interno di tutta la disciplina è senza dubbio la previsione dell'obbligo legale a carico dell'intermediario di “*servire al meglio l'interesse dei clienti*”, così come previsto dall'art. 21, primo comma, lett. a) T.U.F., al quale si adempie non solo attraverso le regole di comportamento sopra citate, ma altresì mediante l'esecuzione della c.d. *best execution rule*, che impone all'intermediario di adottare tutte le misure necessarie affinché agli ordini impartiti dai clienti sia data esecuzione alle condizioni ad essi più favorevoli³²⁴.

Tale misura era disciplinata già nel vigore del precedente regolamento Consob n. 11522/98: la lettera f) dell'art. 26, infatti, recitava “*gli intermediari (...) operano al fine di (...) ottenere il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore*”.

Il nuovo regolamento Consob del 2007, dimostrando l'interesse per la questione, ha invece dedicato un intero Titolo alla “*best execution*”, la cui norma di riferimento è rappresentata dall'art. 45, rubricato “*Misure per l'esecuzione degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente*”.

Ai sensi dell'art. 45, infatti, gli intermediari, nell'adottare tutte le misure ragionevoli nell'esecuzione degli ordini, sono tenuti a mettere in atto meccanismi efficaci per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti³²⁵.

³²⁴Tale elemento risulta di assoluta novità, ma senz'altro ben inserito e giustificato all'interno delle nuove spinte “consumeristiche” di matrice europea, dirigendosi, a mio avviso, verso una nuova dogmatica del contratto. Per un commento, si legga LENER-LUCANTONI, *sub art. 21*, in *Il testo unico della finanza*, FRATINI-GASPARRI (a cura di), Utet, 2012, 389.

³²⁵Il testo integrale dell'art. 45 è il seguente: “1. *Gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci, per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.* 2. *Per stabilire l'importanza relativa dei fattori di cui al comma 1, gli intermediari tengono conto dei seguenti criteri: a) caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale; b) caratteristiche dell'ordine del cliente;*

È bene sottolineare che la regola in esame non si traduce nella realizzazione delle migliori condizioni in assoluto, ovvero nel miglior risultato astrattamente possibile in un dato momento per un certo strumento, ma nell'adozione di metodi e strumenti che consentano di giustificare il risultato ottenuto. Non si tratta pertanto di una obbligazione di risultato da verificare *ex post*, ma di una obbligazione di mezzi che esige l'adozione di idonee procedure, la cui conformità è da valutare secondo un criterio *ex ante*.

Le misure ragionevoli per ottenere la *best execution* devono prendere in considerazione i seguenti fattori: costi, rapidità, probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensione, nonché natura e caratteristiche dell'ordine.

La regola della *best execution* si declina in tre fasi: nell'esecuzione degli ordini, nella trasmissione degli ordini e nella gestione degli stessi³²⁶. Essa

c) caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine; d) caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto. 3. Nel rispetto dei commi 1 e 2, gli intermediari adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata a: a) individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente; b) orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle individuate ai sensi della lettera a). 4. Gli intermediari evitano di strutturare o applicare le commissioni secondo modalità che comportano una discriminazione indebita tra una sede di esecuzione e l'altra. 5. Quando gli intermediari eseguono ordini per conto di un cliente al dettaglio: a) la selezione di cui al comma 3, lettera a), è condotta in ragione del corrispettivo totale, costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione. I costi includono tutte le spese sostenute dal cliente e direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione nonché il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine. Fattori diversi dal corrispettivo totale possono ricevere precedenza rispetto alla considerazione immediata del prezzo e del costo, soltanto a condizione che essi siano strumentali a fornire il miglior risultato possibile in termini di corrispettivo totale per il cliente al dettaglio; b) la scelta di cui al comma 3, lettera b), è condotta sulla base del corrispettivo totale. A tal fine, sono considerate anche le commissioni proprie e i costi dell'impresa per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili. 6. In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario esegue l'ordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni".

³²⁶Per un'approfondita disamina del ruolo della *best execution rule* nelle tre distinte fasi, si rinvia a MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 405 ss. Per completezza, si legga altresì il documento CESR/07-320 "*Best Execution under MiFID – Questions & Answer*" del maggio 2007, secondo il quale "*CESR considers*

pertanto è necessariamente sottoposta a un continuo processo di revisione da parte degli intermediari, proprio al fine di garantirne l'efficacia. Il rispetto di tale disposizione è quindi affidato a requisiti organizzativi e procedurali, “*la cui adozione dovrebbe garantire la soddisfazione degli standards imposti dalla disciplina*”³²⁷.

Dall'esame condotto in queste pagine è emerso senza dubbio che all'interno del concetto di “informazione” si colloca una serie articolata di obblighi a carico dell'intermediario che sicuramente non si esauriscono nel semplice obbligo di informazione precontrattuale di stampo classico³²⁸.

L'art. 21 T.U.F. infatti costituisce senz'altro qualcosa in più: non si tratta di un mero obbligo di comportamento, bensì di un obbligo di tipo contrattuale. Ciò è stato affermato in qualche isolata pronuncia di merito: ci si riferisce, per esempio, ad una sentenza del Tribunale di Venezia, che

that where a retail client requests additional information about a firm's execution policy and such a request is reasonable and proportionate, the firm, by virtue of its duty to act fairly and professionally, should consider honouring such a request, especially where such information is needed to enable the client to make a properly informed decision about whether to utilize, or continue utilizing, the services of the firm”.

³²⁷MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 405.

³²⁸Sul punto, in particolare, si legga TRIB. BRINDISI, 22.7.2005, secondo il quale “*E' ammissibile il ricorso ex art. 19 d. lgs. n. 5/03 al fine di ottenere la restituzione ex art. 2033 e ss. c.c. della somma versata per l'acquisto di prodotti finanziari in forza di un negozio viziato da nullità. Gli obblighi di informazione previsti dagli artt. 21 e ss. del d. lgs. n. 58/98 (TUF) hanno contenuto più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.), gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale. Il negozio avente ad oggetto prodotti finanziari presenta, infatti, un elevato grado di rischio in quanto espone il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata della somma da lui investita. Per tale ragione, deve ritenersi condicio sine qua non della validità del contratto la circostanza che, in sede di stipula dell'accordo negoziale, il risparmiatore abbia avuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. Con la conseguenza che le norme regolanti i servizi di investimento di prodotti finanziari - in quanto volte alla tutela sia del singolo investitore, sia, più in generale, dell'intero mercato dei valori mobiliari - devono intendersi avere natura e portata di norme imperative. Il che implica, da un lato, la non derogabilità di dette norme ad opera delle parti, e sotto altro profilo, la nullità per illiceità della causa sia dei contratti che, pur tuttavia, siano stati stipulati (c.d. nullità virtuali, arg. ex artt. 1418 - 1343 c.c.), sia delle transazioni (art. 1972 c.c.) eventualmente compiute dalle parti*”, in www.ilcaso.it.

ha affermato che l'obbligo di informare adeguatamente il cliente comporta intrinsecamente l'assunzione di un impegno a fornire un'attività di consulenza³²⁹. Al fine di distinguere la consulenza qui rilevante, dalla consulenza propria del contratto di consulenza, ci si è espressi in termini di "consulenza incidentale"³³⁰.

Altre Corti, invece, hanno riconosciuto un obbligo di informazione c.d. continuativa: l'obbligo legale di informare non si esaurirebbe quindi nella fase iniziale del contratto, ma continuerebbe ad essere efficace anche nella fase esecutiva dello stesso. L'informazione continuativa si realizzerebbe per esempio nell'impegno dell'intermediario di informare tempestivamente il cliente di eventuali variazioni significative del livello di rischio degli strumenti finanziari dal medesimo acquistati³³¹.

³²⁹TRIB. VENEZIA, 22.9.2004, in www.ilcaso.it, secondo il quale *"attraverso l'attività informativa circa l'adeguatezza dell'operazione, l'istituto bancario non ha circoscritto il suo compito ad una supina mera ricezione degli ordini, ma si è impegnato a prestare una diversa ed ulteriore attività che si sostanzia in quella che si può definire un'attività di consulenza"*.

³³⁰In questo senso si è espressa l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, con comunicazione n. 13697 del 28.10.2004, la quale ha affermato *"la consulenza incidentale è connotata alla prestazione dei servizi di investimento e, nel servizio di gestione, perfino assorbita nell'attività svolta dal gestore che individua le operazioni da compiere e le pone direttamente in essere"*.

³³¹TRIB. TORINO, 22.12.2010, in www.ilcaso.it, secondo il quale *"E' configurabile a carico dell'Intermediario un obbligo di informazione c.d. continuativa a fronte della sottoscrizione sia da parte del dipendente della Banca che da parte del cliente di un ordine di acquisto di titoli (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.) nell'ambito del quale sia riportata una clausola in virtù della quale l'Istituto di credito si impegna appunto ad informare "tempestivamente" l'investitore di eventuali "variazioni significative del livello di rischio" degli strumenti finanziari dal medesimo acquistati. L'assunzione convenzionale da parte dell'Intermediario aderente al Consorzio Pattichiari, risultante da apposita clausola riportata sull'ordine di borsa sottoscritto sia dal dipendente della Banca che dal cliente, dell'obbligo di informare "tempestivamente" l'investitore di eventuali "variazioni significative del livello di rischio" degli strumenti finanziari dal medesimo acquistati e ricompresi nell'elenco obbligazioni a basso rischio-rendimento stilato nell'ambito del Progetto Patti-Chiari (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.), comporta, ex art. 35 cod. cons., ovvero ai sensi degli artt. 1369 e 1370 c.c., una maggiore stringenza dell'obbligo informativo predetto, sia dal punto di vista delle relative tempistiche, sia dal punto di vista dei presupposti d'insorgenza dello stesso, rispetto a quanto rilevabile con riferimento all'analogo impegno di informazione c.d. continuativa assunto dall'Istituto di credito nell'ambito"*

Il riconoscimento di un dovere contrattuale di consigliare ex art. 21 T.U.F. consente quindi di poter svolgere interessanti considerazioni in punto di determinazione dei rimedi civilistici a disposizione dell'investitore in caso di

del Regolamento Pattichiari". La sentenza riconosce quindi la fondatezza di una richiesta di risarcimento del danno e, in punto di quantificazione del danno risarcibile. Sul punto, la stessa afferma: "Il mancato adempimento da parte della Banca all'obbligo di informare "tempestivamente" l'investitore di eventuali "variazioni significative del livello di rischio" degli strumenti finanziari dal medesimo acquistati (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.) fonda la responsabilità risarcitoria dell'Intermediario per il danno conseguentemente patito dal cliente, purché si possa ritenere, anche in via presuntiva, che quest'ultimo, ove puntualmente reso edotto dell'incremento del livello di rischio dei titoli, avrebbe optato per l'immediata vendita degli stessi. A fronte della violazione da parte dell'Intermediario dell'obbligo di informare "tempestivamente" l'investitore di eventuali "variazioni significative del livello di rischio" degli strumenti finanziari da quest'ultimo acquistati (nella fattispecie, obbligazioni Lehmann Bros.), il danno conseguentemente patito dal cliente si determina sulla base dei seguenti criteri: 1. il danno deve considerarsi attuale e risarcibile a prescindere dalla sottoposizione dell'emittente a procedura concorsuale e dalla permanenza dei titoli nel portafoglio dell'investitore, atteso che l'evenienza di un rimborso deve considerarsi del tutto ipotetica; 2. il quantum del risarcimento va individuato nell'ammontare dell'importo che il cliente, ove puntualmente informato dalla Banca della significativa variazione del livello di rischio degli strumenti finanziari, avrebbe ottenuto vendendoli appena possibile, detratto il vantaggio economico conseguito medio tempore in virtù delle cedole dal medesimo percepite (non potendosi qualificare quest'ultime come frutti civili ai sensi dell'art. 2033 c.c. a fronte di un'obbligazione risarcitoria, ma esclusivamente nel caso di restituzione conseguente alla nullità del contratto quadro di negoziazione); 3. l'obbligo restitutorio dell'intermediario, ancorché derivante da inadempimento contrattuale, configura un debito di valore diretto a reintegrare completamente il patrimonio del danneggiato ed è pertanto suscettibile di rivalutazione dalla data del default a quella di pronuncia della sentenza; 4. devono essere riconosciuti gli interessi al tasso legale dalla data di pronuncia della sentenza fino al saldo effettivo dell'obbligazione risarcitoria". Merita inoltre richiamare una pronuncia del TRIB. RIMINI, 21.4.2007, in www.ilcaso.it, che ha proposto una responsabilità da "contatto sociale" a carico dell'intermediario, posto che quest'ultimo assumerebbe "una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare: la fonte dell'obbligazione è quindi il rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è dettagliatamente tipizzato dal complesso delle norme a tutela degli investitori e dev'essere valutato ai sensi dell'art. 1176, II comma cod. civ. sulla base delle regole della specifica attività professionale". Prosegue la Corte riminese, "Tra intermediario e cliente si instaura per "contatto sociale" un rapporto giuridico nell'ambito del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente (...) L'inosservanza di detta obbligazione costituisce pertanto inadempimento imputabile all'intermediario e dà luogo a responsabilità contrattuale".

violazione dello stesso.

PARTE SECONDA: I rimedi

3. I rimedi restitutori

Verificato che sussiste un obbligo legale di informazione (o meglio, di consulenza incidentale) a carico dell'intermediario finanziario a norma dell'art. 21 T.U.F., ci si chiede quale sia il rimedio a disposizione dell'investitore nel caso di sua violazione.

È opportuno in primo luogo osservare che il legislatore europeo non ha proposto alcuna soluzione, rimandando ai singoli ordinamenti nazionali l'individuazione degli adeguati rimedi di diritto civile³³². Tuttavia, come purtroppo spesso accade, il legislatore italiano, in sede di trasposizione, non ha provveduto ad adattare sotto questo profilo il testo della normativa all'ordinamento interno, omettendo di individuare il rimedio attivabile in caso di violazione del cennato art. 21 T.U.F. Pertanto, allo stato, anche la disciplina interna risulta sprovvista di soluzioni rimediali.

Tale lacuna legislativa, come è già accaduto in altri settori normativi di derivazione europea, ha suscitato giocoforza un vivace dibattito nel nostro ordinamento.

Infatti, la tematica inerente la responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione previsti all'interno della normativa del T.U.F. e dei regolamenti Consob e, quindi, l'individuazione

³³²La circostanza per cui il legislatore comunitario lascia sovente "in bianco" l'individuazione del rimedio applicabile è giustificata dal fatto che la norma comunitaria è destinata ad innestarsi in ordinamenti nazionali alquanto diversi tra loro. È compito del legislatore nazionale, invece, adattare la normativa di ricevimento al proprio ordinamento, individuando così il rimedio più adeguato. Cfr. le considerazioni sviluppate sul punto da GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Cedam, 2008, 326 ss.

del rimedio giuridico a disposizione dell'investitore, è ancora oggi oggetto di attenzione da parte sia della dottrina sia della giurisprudenza italiana³³³.

La dottrina ha fin dal principio distinto tra rimedi cc.dd. demolitori e rimedi risarcitori³³⁴. I primi sono volti a far venir meno il contratto d'investimento: ci si riferisce, in particolare, all'azione di nullità, all'azione di annullamento e, infine, all'azione di risoluzione del contratto per inadempimento. I secondi, invece, lasciando in vita il contratto stipulato tra le parti,

³³³Fra i numerosi contributi pubblicati in materia, cfr. ACHILLE, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; BARTOLOMUSSI, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 440 ss.; BRUNO, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; BULFARO, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; CAGGIANO, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1431 ss.; CRESCIMANNO, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483 ss.; D'ALFONSO, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965 ss.; EMILIOZZI, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118 ss.; GRECO, *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; GUADAGNO, *I confini dell'informazione precontrattuale e la "storia infinita" dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.; MARAGNO, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contr.*, 2010, 67 ss.; PANZINI, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 982 ss.; SANGIOVANNI, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973 ss.; SPADARO, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506 ss.; TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363 ss.

³³⁴Cfr. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 492 e ss.

si limitano a riconoscere un risarcimento del danno subito, riconducibile a responsabilità precontrattuale o contrattuale a seconda che l'obbligo di informazione sia stato violato nella fase delle trattative ovvero nella fase di esecuzione del contratto stesso.

3.1 L'azione di annullamento del contratto per vizio del consenso

Al fine di offrire una panoramica completa delle soluzioni prospettate nel corso degli anni, si richiama innanzitutto la tesi, seppur minoritaria, che invoca l'annullamento del contratto di investimento per vizio del consenso.

Il rimedio non ha trovato applicazione pratica in sede giurisprudenziale se non in qualche ipotesi sporadica, ma potrebbe rappresentare, almeno in ipotesi, uno strumento particolarmente interessante per l'investitore. Ciò per le ragioni legate al carattere retroattivo degli effetti dell'annullamento, che ne accomuna gli effetti, sotto questo profilo, almeno per quanto riguarda i rapporti tra le parti, alla nullità. In virtù di ciò, l'investitore vittorioso in un giudizio di annullamento ha diritto al ripristino dello *status quo ante* da effettuarsi mediante la restituzione delle prestazioni effettuate.

La prima ipotesi è rappresentata dall'annullamento del contratto per dolo, ai sensi degli artt. 1439 e 1440 c.c., qualora l'intermediario utilizzi artifici o raggiri per determinare il cliente alla conclusione del contratto³³⁵.

Gli artifici e raggiri si concretizzerebbero nella scarsa o mancata trasmissione delle informazioni necessarie: l'ipotesi richiamata più frequentemente è quella della conclusione di un contratto di acquisto di strumenti finanziari di una società in crisi, che il cliente sottoscrive non sapendo che la società emittente si trova in difficoltà economiche. Si tratterebbe di una ipotesi di

³³⁵La tesi dell'annullamento del contratto per vizi del consenso, in particolare per dolo, ha trovato poco seguito in giurisprudenza. Tra le pronunce più significative si richiama TRIB. VERONA, 10.12.2012; TRIB. NAPOLI, 7.11.2006 e TRIB. PINEROLO, 14.10.2005, tutte in www.ilcaso.it.

dolo c.d. omissivo³³⁶, la cui prova – in sede giudiziale – incombe in capo al cliente, sulla base della disciplina codicistica in materia.

Secondo l'insegnamento corrente, le conseguenze del dolo che ha inciso sulla formazione del negozio sono graduate a seconda che esso sia stato causa determinante della dichiarazione di volontà o abbia semplicemente indotto il dichiarante a contrarre a condizioni diverse da quelle che avrebbe accettato in mancanza di esso. Nel primo caso, si parla, com'è noto, di dolo determinante, che dà luogo all'annullamento del contratto ai sensi dell'art. 1439 c.c.. Nel secondo, di dolo incidente, l'unica conseguenza è l'obbligo di risarcire il danno, *ex art.* 1440 c.c.. Solo il dolo determinante, quindi, rientra nell'ambito dei rimedi invalidatori, di cui intendiamo trattare in questa parte dell'indagine.

La questione della configurazione del dolo determinante nel contesto della violazione di doveri di informazione a carico dell'intermediario si inserisce nella più ampia tematica del dolo c.d. omissivo, la cui rilevanza come causa di annullamento è dibattuta³³⁷.

Il dolo omissivo consiste in quella particolare categoria di raggiri che si concreta nel tacere intenzionalmente all'altro contraente determinate circostanze che, se da lui conosciute, lo avrebbero indotto a non stipulare il contratto.

La fattispecie più interessante ai fini della presente indagine sussiste non tanto quando il comportamento dell'intermediario risulta deliberatamente

³³⁶In giurisprudenza, si veda TRIB. PINEROLO, 14.10.2005, cit.

³³⁷Sulla rilevanza del dolo omissivo, cfr. in giurisprudenza CASS. 2.2.2012, n. 1480, in Foro it., 2012, I, 1474; CASS. 20.4.2006, n. 9253 in *Giust. civ.*, 2007, 1454; CASS. 12.2.2003, n. 2104, in *Orient. Giur. lav.*, 2003, I, 260. Ancora, CASS., 18.10.1991, n. 11038, in *Mass. Giust. civ.*, 1991, la quale ha precisato che, “*pur potendo il dolo omissivo viziare la volontà e determinare l'annullamento del contratto, tuttavia esso rileva a tal fine solo quando l'inerzia della parte contraente si inserisca in un complesso comportamentale adeguatamente preordinato, con malizia o astuzia, a realizzare l'inganno perseguito*”. In dottrina, VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Cedam, 1972; DE POLI, *Servono ancora i “raggiri” per annullare il contratto per dolo? Note critiche sul concetto di reticenza invalidante*, in Riv. dir. civ., 2004, II, 911 ss.

preordinato a tacere alcune circostanze al cliente, bensì quando l'intermediario, pur omettendo le informazioni al fine di raggirare l'investitore, si accorge che questi sta per cadere in errore e non lo avverte. Si tratta del c.d. dolo negativo³³⁸, che consiste nella mera consapevolezza dell'errore in cui è incorsa la controparte. Nella categoria del dolo negativo vengono tradizionalmente comprese anche la reticenza e il silenzio.

L'eventuale reticenza degli intermediari, a fronte di obblighi informativi stringenti ed espressamente previsti dal legislatore, può quindi rilevare ai fini dell'annullabilità del contratto per dolo, a condizione che venga dimostrato che i raggiri operati dall'intermediario (o la sua reticenza), siano stati tali che, senza di essi, il cliente non avrebbe stipulato il contratto. In assenza di prova, il cliente avrà diritto esclusivamente al risarcimento del danno, purché dimostri che i raggiri o la reticenza lo abbiano indotto a contrarre a condizioni diverse.

Diversa è l'ipotesi del c.d. dolo colposo, che parte della dottrina³³⁹ distingue dalla fattispecie poc'anzi descritta. Si pensi, all'operatore professionale che, senza intenzione di ingannare ma semplicemente per leggerezza o piaggeria, descriva, durante le trattative, con affermazioni fuorvianti al possibile cliente i vantaggi economici derivabili dall'acquisto di un particolare prodotto finanziario.

Anche se l'orientamento maggioritario tende a negare la rilevanza del dolo colposo ai fini dell'annullabilità del contratto per dolo, alcuni Autori hanno affermato che il raggiro non intenzionale sarebbe comunque rilevante, poiché il legislatore negli articoli 1439 e 1440 c.c. non ha definito il rag-

³³⁸Sul punto si veda in dottrina, COLOMBO, *Il dolo nei contratti: idoneità del mezzo fraudolento e rilevanza della condotta del deceptus*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 389; NAZZARO, *Obblighi di informare e procedimenti contrattuali*, Ed.Sc.It., 2000, 99 ss.; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 1, Cedam, 2004, 389 ss.

³³⁹SCHIAVONE, *Dolo (raggiro) e responsabilità precontrattuale*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 790 ss.; ROPPO, *Il contratto*, Giuffrè, 2001, 817 ss.; GENTILI, *voce Dolo*, in *Enc. Giur.*, XII, Treccani, 1989, 3; TRABUCCHI, *voce Dolo (diritto civile)*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Utet, 1960, 151.

giro chiedendo espressamente l'intenzionalità tra i suoi requisiti. Si è così affermato che *“la lettera e il sistema lasciano libero l'interprete di ricostruire il raggirò inserendovi o espellendone i requisiti della colpevolezza e della intenzionalità”*³⁴⁰.

Tuttavia, tale indirizzo (peraltro minoritario) non deve ritenersi accoglibile³⁴¹ posto che il fondamento dell'annullamento per dolo risiede nella particolare riprovevolezza sociale del dolo, ovvero della volontà intenzionale, per cui non si accorda nessuna tutela al contraente scorretto. Nell'ipotesi in cui si tratti di raggirò colposo, il contraente raggirato potrà esperire il rimedio dell'annullabilità per errore, oppure il risarcimento dei danni.

La seconda ipotesi è rappresentata dall'annullamento per errore essenziale e riconoscibile dell'intermediario che, invece, presuppone la prova che, se il cliente avesse ricevuto adeguate informazioni al momento della contrattazione, non avrebbe posto in essere l'operazione. Il n. 1 dell'art. 1429 c.c., contempla il caso in cui la mancata informazione cagioni una falsa rappresentazione della realtà in capo al cliente³⁴². Peraltro, l'inquadramento più corretto è probabilmente da individuare nel n. 2 della medesima disposizione che ha riguardo all'errore essenziale sulle qualità dell'oggetto della prestazione.

In tal caso, è possibile chiedere l'annullamento del contratto per errore motivo, sempre che ovviamente esso sia stato determinante per il consenso e fosse riconoscibile dalla controparte. La prova della riconoscibilità, peraltro, non dovrebbe risultare eccessivamente ardua, posto che l'errore sarebbe

³⁴⁰SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile diretto da R. Sacco*, Utet, 2004, 549.

³⁴¹Sul punto si rinvia a LAMBRINI, *Dolo generale e regole di correttezza*, Cedam 2010, 120 ss.; ROPPO, *Il contratto*, cit. 812.

³⁴²In giurisprudenza, cfr. TRIB. LANCIANO, 30.4.2007; TRIB. ANCONA, 12.4.2007, secondo il quale *“si versa in ipotesi di errore essenziale riconoscibile sull'intero contratto qualora l'investitore presti il proprio consenso nel convincimento di sottoscrivere un piano di investimento basato sull'accantonamento di una somma mensile, senza avere la consapevolezza di aver contratto un mutuo e che le somme pagate mensilmente ne rappresentano in realtà la rata di rimborso”*; TRIB. NAPOLI, 7.11.2006; TRIB. PARMA, 17.11.2005, tutte in www.ilcaso.it.

determinato proprio dal comportamento omissivo dell'intermediario³⁴³.

Un aspetto non secondario da considerare in questa ricostruzione è rappresentato, a parere di chi scrive, dalla possibilità di ipotizzare la convalidabilità del contratto, in quanto contratto annullabile. Premesso che una convalida espressa ex art. 1444, primo comma, c.c. risulta nella prassi qui esaminata alquanto improbabile, viene in rilievo soprattutto l'ipotesi (non remota) di una convalida tacita del contratto astrattamente annullabile, ai sensi del secondo comma dell'art. 1444 c.c.³⁴⁴.

Si ha, com'è noto, convalida tacita quando una parte "conferma" il contratto dandone volontaria esecuzione. Il dibattito sul riconoscimento degli effetti giuridici di una convalida tacita del contratto è stato vivace sia in dottrina che in giurisprudenza.

La prima, in particolare, riconduce la volontaria esecuzione del contratto alla fattispecie di atto giuridico in senso stretto, non assumendo alcun rilievo l'elemento soggettivo della parte, inteso quale consapevolezza o meno del significato convalidante del proprio comportamento³⁴⁵.

La giurisprudenza invece ha negli anni concesso maggiore rilevanza all'elemento della consapevolezza della parte di mantenere in vita il contratto mediante un proprio comportamento. Nel caso di specie, alcune Corti di merito hanno ravvisato una convalida tacita in taluni comportamenti esecutivi degli investitori, come per esempio la circostanza per cui quest'ultimi abbiano provveduto a riscuotere il reddito prodotto dagli strumenti finanziari prima

³⁴³Una riflessione sulla scarsa applicazione del rimedio in esame è offerta da INZITARI, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 173 ss., secondo i quali "è rimasta minoritaria in giurisprudenza, soprattutto per le difficoltà di ordine probatorio che essa implica, la tesi che sostiene la possibilità per l'investitore di chiedere l'annullamento per vizi del consenso ed in particolare per dolo determinante, ai sensi dell'art. 1439, in base all'assunto per cui l'intermediario utilizza artifici e raggiri per determinare il cliente alla conclusione del contratto".

³⁴⁴Sul punto, si legga in particolare TRIB. FORLÌ, 28.11.2007, in www.ilcaso.it.

³⁴⁵Cfr. PIAZZA, *La convalida tacita in diritto privato*, Ed.Sc.It., 1980; BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Giuffrè, 2 ed. 2000, 677.

del loro *default*³⁴⁶ o a disinvestire parte degli stessi³⁴⁷.

Mette conto tuttavia evidenziare che la recente giurisprudenza di legittimità ha affermato che per avere convalida tacita del contratto è necessario che “*la parte che avrebbe il diritto a domandare l’annullamento (n.d.r. del contratto) vi dia essa stessa esecuzione pur sapendolo annullabile*”³⁴⁸.

Alla luce di quest’ultimo orientamento, quindi, è evidente che le operazioni di riscossione del reddito e di disinvestimento anche solo parziale, che vengono poste in essere dall’investitore senza la consapevolezza di dar esecuzione ad un contratto annullabile, non possono comportare una convalida tacita del medesimo.

Anche tale aspetto dimostra quanto anticipato all’inizio del presente lavoro: la materia in esame presenta risvolti pratici estremamente complessi e articolati, dovendosi necessariamente tenere in considerazione che, da un lato, le scelte del cliente, anche quelle relative alla riscossione e al disinvestimento del capitale, sono sempre influenzate e dirette dall’intermediario, dall’altro che la consapevolezza con cui il cliente le pone in essere non è sempre “piena”, proprio a causa della complessità del mercato finanziario, del suo linguaggio e dei suoi meccanismi.

3.2 Gli orientamenti maggioritari: il dibattito tra l’azione di nullità e l’azione di risoluzione per inadempimento.

Il dibattito dottrinale e soprattutto giurisprudenziale si è invece incentrato attorno ai rimedi della nullità del contratto e della risoluzione per inadempimento.

³⁴⁶TRIB. ROMA, 18-25.3.2008, in DURANTE, *Intermediari funzionari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009, 326 e in DURANTE, *Apparato rimediabile e ripartizione dell’onere della prova nell’intermediazione finanziaria secondo il più recente diritto giurisprudenziale*, in www.ambiente-diritto.it, 2006, 4.

³⁴⁷TRIB. CAGLIARI, 4.4.2007 e TRIB. NAPOLI, 18.10.2006, in DURANTE, *Intermediari funzionari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009, 327. Con riguardo poi all’ipotesi di adesione ad un’offerta pubblica di scambio promossa, nel caso di specie, dall’Argentina, cfr. TRIB. ASTI, 29.3.2007, in Corr. merito, 2007, 1023 ss.

³⁴⁸CASS. 26.10.2012, n. 18502, in www.dejure.it.

mento.

Chi sostiene che la violazione dell'obbligo di informazione ex art. 21 T.U.F. comporti la nullità del contratto³⁴⁹ fonda la propria tesi sulla circostanza per cui l'art. 21 T.U.F. (come anche la disciplina contenuta all'interno del regolamento Consob) costituirebbe norma imperativa, essendo la stessa dettata a presidio di interessi generali, quale la tutela dell'integrità del mer-

³⁴⁹In dottrina, la tesi è sostenuta da SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 58; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1028, secondo il quale è "proprio il contenuto complessivo del negozio che resta intriso di contrarietà a principi di ordine pubblico del mercato (il c.d. ordine pubblico di protezione)" che comporta la nullità del contratto ex art. 1418, primo comma c.c.. Secondo l'Autore, peraltro, al rimedio restitutorio conseguente alla dichiarazione di nullità può aggiungersi anche quello risarcitorio per i danni subiti dal risparmiatore per aver confidato sulla professionalità dell'intermediario ed aver concluso con questi il contratto dichiarato nullo anziché concludere con altri diverse e più vantaggiose operazioni finanziarie. Conformi, MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *Contr.*, 2005, 12 ss.; FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2129. In giurisprudenza, si veda in particolare CASS., 7.3.2001, n. 3272, in *Contr.*, 2002, 26 ss., con nota di FIORINO, *Contratti di swap: forma, autonomia nullità e responsabilità*; TRIB. BOLOGNA, 2.3.2009; TRIB. TRENTO, 1.2.2007, secondo il quale "L'inosservanza degli adempimenti imposti all'intermediario nella stipula del contratto non può che comportare l'invalidità dell'atto compiuto in violazione di norme imperative, quali sono quelle dettate dal T.U.F. e dal reg. Consob n. 11522/1998 a protezione dell'interesse pubblico alla tutela del risparmio e al corretto funzionamento dei mercati finanziari"; TRIB. FIRENZE, 18.1.2007, il quale ha affermato "La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuova coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole. La protezione offerta agli investitori è considerata solo di riflesso. In conclusione l'obbligo di correttezza e quello di trasparenza non hanno solo una dimensione protettiva con specifico riferimento alla formazione della volontà e del convincimento, ma assurgono a un ruolo attivo di conformazione del rapporto, spostandosi così nella definizione di un modello ottimale ed efficiente di scambio del mercato. Ne consegue, pertanto, che il comportamento dell'istituto di credito non va valutato sotto il profilo personale del cliente ma in generale secondo un parametro di tutela garantito dal legislatore"; TRIB. FIRENZE, 4.12.2006; TRIB. BRINDISI, 18.8.2006; TRIB. TRANI, 30.5.2006; TRIB. TERAMO, 18.5.2006; TRIB. FOGGIA, 15.5.2006; TRIB. CAGLIARI, 2.1.2006; TRIB. CATANIA, 25.11.2005; TRIB. TORINO, 7.11.2005, tutte reperibili al sito www.ilcaso.it.

cato finanziario e la protezione del risparmio pubblico a norma dell'art. 47 della Costituzione, inteso come elemento di valore dell'economia nazionale³⁵⁰.

A sostegno del riconoscimento del profilo imperativo della disposizione non vi è solo la *ratio* della tutela dell'integrità del mercato e del risparmio pubblico. La natura pubblicistica della norma, a parere di chi scrive, si evince altresì dall'esistenza di un potere di vigilanza e di controllo da parte di organi di natura pubblica, quali la Consob e la Banca d'Italia³⁵¹.

³⁵⁰Cfr. Art. 5, comma 1, T.U.F., secondo il quale la disciplina dell'attività degli intermediari finanziari ha come scopo "*la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario*". In giurisprudenza, hanno evidenziato la natura imperativa della norma, CASS. 7.3.2001; TRIB. TRANI, 30.5.2006, secondo il quale "*La violazione dello schema normativo che disciplina la fase delle trattative e della conclusione del contratto delineato dal legislatore con norme pubbliche inderogabili, quali quelle che regolano i doveri di informazione dell'intermediario finanziario, produce la nullità del contratto*"; TRIB. TERAMO, 18.5.2006, il quale ha affermato "*I concetti di "correttezza", "diligenza" e "trasparenza" di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione di legge in tal senso. Deve quindi ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità*"; TRIB. FOGGIA, 15.5.2006; TRIB. TRANI, 31.1.2006; TRIB. CAGLIARI, 2.1.2006; TRIB. BRINDISI, 26.12.2005; TRIB. CATANIA, 25.11.2005; TRIB. TORINO, 7.11.2005; TRIB. PARMA, 21.10.2005; TRIB. TREVISO, 10.10.2005; TRIB. MARSALA, 12.7.2005; TRIB. PARMA, 16.5.2005; TRIB. FERRARA, 25.2.2005; TRIB. PALERMO, 17.1.2005; TRIB. VENEZIA, 22.11.2004, tutte reperibili in www.ilcaso.it.

³⁵¹Si segnala peraltro PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 256, la quale ha evidenziato che la natura imperativa di tale insieme di norme è supportato anche dalla circostanza per cui la violazione degli obblighi

Secondo la citata dottrina la nullità in esame, attesa la mancanza di una espressa previsione legislativa in tal senso, è una nullità virtuale relativa. Virtuale perchè opera ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., e relativa perchè può essere fatta valere solo dal singolo investitore leso³⁵².

La critica che fin dall'inizio è stata mossa a tale orientamento trova il proprio fondamento nella tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di comportamento³⁵³ e sul postulato per cui l'obbligo contenuto nell'art. 21 T.U.F. costituirebbe sì una norma imperativa, ma di mero comportamento. Secondo il noto principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento, infatti, solo la violazione delle prime può comportare la nullità del contratto, mentre la lesione delle seconde consente esclusivamente di agire per la risoluzione del contratto, nonché il risarcimento del danno. Solo le regole di validità, quindi, attenendo alla struttura e al contenuto del contratto, possono definire se un contratto è valido o meno, mentre le regole di comportamento si limitano ad indicare se una parte ha tenuto un comportamento scorretto nei confronti dell'altra.

Sulla base di tale distinzione, i critici³⁵⁴ della tesi della nullità del contrat-

che fanno capo ai soggetti abilitati è sanzionata dall'art. 190 T.U.F. con l'applicazione di importanti sanzioni amministrative.

³⁵²Cfr. sul punto, PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008, 254.

³⁵³Sul tema inerente la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento, si rimanda a SCALISI, *Il contratto e l'invalidità*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, 244 ss.; VETTORI, "Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità", in *Riv. dir. priv.*, 2003, 242; D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 40 ss.; SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Ed.Sc.It., 1983, 171; PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Cedam, 1963, 104 ss.; BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Giuffrè, 1962, 209 ss.; CARIOTA-FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Ed.Sc.It., 1961, 28; PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Cedam, 1960, 104 ss.

³⁵⁴In giurisprudenza, si veda, APP. TORINO, 19.10.2007; APP. BRESCIA, 20.6.2007; TRIB. TRAPANI, 3.4.2013; TRIB. ORISTANO, 28.1.2010; TRIB. VICENZA, 29.1.2009; TRIB. PESCARA, 10.6.2008; TRIB. FIRENZE, 6.7.2007; TRIB. SAVONA, 9.5.2007; TRIB. UDINE, 21.3.2007; TRIB. FIRENZE, 23.10.2006, tutte reperibile in www.ilcaso.it. In dottrina, si rinvia a LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità*

to per violazione degli obblighi informativi hanno quindi sostenuto che, posto che gli obblighi di informazione in esame costituiscono regole di comportamento, la loro violazione non può comportare la nullità del contratto, ma eventualmente la sua risoluzione e la pretesa di un risarcimento del danno, nel caso in cui quest'ultimo possa essere dimostrato.

Ad una lettura critica del principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento torneremo in modo più approfondito nel paragrafo successivo che si occuperà di esaminare la pronuncia delle Sezioni Unite del 2007, che ha escluso la possibilità di agire al fine di richiedere la nullità del contratto per violazione dell'art. 21 T.U.F. proprio sulla base del ragionamento appena delineato³⁵⁵.

L'orientamento maggioritario contrapposto, che riconosce la possibilità di agire per la risoluzione del contratto di investimento per inadempimento³⁵⁶,

di vigilanza e degli intermediari finanziari, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 40 ss.; DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1251 ss.; MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contr. impr.*, 2005, 495 ss.; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 627 ss.

³⁵⁵Solo al fine di sottolineare la qualità del dibattito apertosi in materia e di anticipare la circostanza per cui la soluzione operata dalla Sezioni Unite non ha pienamente soddisfatto parte della dottrina italiana, si rinvia a ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 539 ss., secondo il quale “*Il criterio che espunge le norme (pur imperative) di comportamento dal novero delle norme (imperative) capaci di provocare la nullità del contratto ex art. 1418, comma 1, c.c., non risulta adeguatamente sostenuto e giustificato né da una ratio logica, né da una ratio sistematica come quella che si vorrebbe fondare sul principio di non interferenza – assunto come immanente al codice civile – fra norme di comportamento e norme di validità*”.

³⁵⁶La tesi è sostenuta, in giurisprudenza, da APP. MILANO, 9.1.2013; APP. TORINO, 19.10.2007; APP. BRESCIA, 20.6.2007; APP. TRAPANI, 3.4.2013, secondo il quale “*La violazione dei doveri di informazione del cliente e del divieto di effettuare operazioni in conflitto di interessi con il cliente o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente stesso, posti dalla legge a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, non danno luogo ad una nullità del contratto di intermediazione finanziaria per violazione di norme imperative. Corollario di tale affermazione è che la violazione degli obblighi informativi consente la risoluzione del contratto quadro e in via riflessa la risoluzione dei vari contratti “a valle”*”; TRIB. ORISTANO, 28.1.2010; TRIB. VICENZA, 29.1.2009; TRIB. PESCARA, 10.6.2008; TRIB. FIRENZE, 6.7.2007; TRIB. SAVONA,

trova invece il proprio fondamento nella circostanza per cui l'obbligo di informazione in esame assume rilievo in una duplice prospettiva: da un lato, come obbligo precontrattuale ma, dall'altro, anche come obbligo contrattuale, che l'intermediario deve adempiere nella fase esecutiva del contratto.

Mentre la violazione dell'obbligo informativo nella fase delle trattative non può che comportare la sola possibilità per il cliente di agire per il risarcimento del danno a titolo di responsabilità precontrattuale, con riguardo invece alla violazione dello stesso obbligo nella sua manifestazione in fase esecutiva, ossia quale obbligo contrattuale di informazione, è ragionevole concludere per l'ammissibilità del rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento, purché quest'ultimo sia "*di non scarsa importanza*", come sancito dall'art. 1453 c.c., unitamente al risarcimento del danno derivane alla risoluzione medesima. Si consideri peraltro che la gravità dell'inadempimento deve essere valutata tenendo conto degli interessi tutelati, i quali non possono essere esclusivamente ricondotti alla sfera soggettiva dell'investitore³⁵⁷.

9.5.2007; TRIB. UDINE, 21.3.2007; TRIB. FIRENZE, 23.10.2006, secondo il quale "*A fronte delle asserite violazioni delle norme di condotta dell'intermediario, all'investitore spetta il rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento e/o del risarcimento del danno, con la precisazione che: 1. oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il contratto base e non l'ordine di negoziazione che ne costituisce solo un momento esecutivo; 2. la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore; 3. vertendosi in ipotesi di contratto di durata, la risoluzione travolgerà il contratto limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta, senza che la risoluzione si estenda agli ordini e acquisti posti in essere in forza del contratto base*", tutte reperibili in www.ilcaso.it.

³⁵⁷In tal senso, TRIB. CATANIA, 21.10.2005, in www.ilcaso.it, la quale peraltro riconosce la natura di obbligazione contrattuale del dovere di cui all'art. 21 T.U.F. solo con riferimento al contratto quadro, escludendola con riferimento ai successivi ordini, che considera quali meri atti esecutivi. Si legga la recente pronuncia APP. MILANO, 9.1.2013, che ha affermato "*L'inosservanza dell'obbligo prescritto dall'art. 28 Regolamento Consob 11522/98 di informare l'investitore delle caratteristiche, della rischiosità e delle implicazioni della singola operazione costituisce grave inadempimento idoneo per la risoluzione ex art. 1453 C. C.*". Sul tema si veda anche CASS., 26.10.1985, n. 5277, in *Arch. Civ.*, 1985, 153, secondo la quale "*la norma dell'art. 1455 c.c. ha ricondotto la sanzione dello scioglimento del contratto a una regola di proporzionalità, in virtù della quale la risoluzione del vincolo contrattuale è legislativamente collegata all'inadempimento di obbligazioni che abbiano no-*

Secondo tale ricostruzione, diviene allora necessario distinguere tra violazione dell'obbligo informativo contenuto nel contratto quadro e violazione dell'obbligo informativo contenuto nell'ordine successivo. È stato, in particolare, sostenuto da autorevole dottrina che l'obbligo di informazione contenuto nel contratto quadro rappresenta un obbligo contrattuale dal punto di vista della sua fonte, perché deriva da un contratto tra intermediario e cliente, ma costituisce un obbligo precontrattuale dal punto di vista della sua funzione, in quanto sarebbe funzionale alla conclusione di un successivo contratto, ovvero quello inerente l'ordine di acquisto³⁵⁸.

Nel descritto contesto, la risoluzione per inadempimento può essere chiesta solo nei confronti dei singoli contratti di compravendita o mandato successivi al contratto quadro; diversamente, nell'ipotesi di violazione dell'obbligo di informazione nell'ambito del contratto quadro, in capo al soggetto leso può essere riconosciuta solo una pretesa risarcitoria, considerato che l'obbligo di informazione in tale sede ha carattere precontrattuale.

Merita infine segnalare una parte minoritaria della dottrina, la quale ha ritenuto applicabile alla fattispecie in esame la teoria della responsabilità da contatto sociale³⁵⁹, in base alla quale gli obblighi a carico dell'intermediario

tevole rilevanza nell'economia del rapporto, avuto riguardo sia all'esigenza di mantenere l'equilibrio tra prestazioni di uguale importanza nei contratti con prestazioni corrispettive sia all'interesse dell'altra parte che non deve essere tanto intesa in senso suriettivo, in relazione alla stima che il creditore abbia potuto fare del proprio interesse violato, quanto in senso obiettivo, in relazione all'attitudine dell'inadempimento a turbare l'equilibrio contrattuale e a reagire sulla causa del contratto, e perciò sul comune intento negoziale".

³⁵⁸Ciò è stato affermato da ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bonds)*, in *Danno e resp.*, 2005, 626 ss. Lo stesso Autore, in *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 543, ha peraltro osservato che "la risoluzione del contratto quadro a monte - operando retroattivamente fra le parti - cancella il contratto stesso *ex tunc*; ma, in mancanza del contratto-quadro, il contratto attuativo a valle risulta privo di un presupposto imperativamente necessario, e quindi nullo *ex art. 1418, comma 1 c.c.*". Secondo tale ragionamento, il rimedio della nullità diventerebbe così esercitabile in via indiretta nei confronti delle singole operazioni finanziarie, solo una volta ottenuta la risoluzione del contratto quadro.

³⁵⁹La categoria del *contatto sociale* ha origini essenzialmente dottrinali ed è stato via via acquisito dalla giurisprudenza, la quale se ne è avvalsa per la qualificazione di talune forme di responsabilità, quali ad esempio quella del medico nei confronti del paziente,

nascono prima della conclusione del contratto, traducendosi in ogni caso in obbligazioni contrattuali³⁶⁰. Tale soluzione, seppur non seguita dalla giurisprudenza se non in rare occasioni³⁶¹, rivela un suo pregio, sotto il profilo dell'ampiezza della tutela, assicurata all'investitore, nella misura in cui apre la strada al riconoscimento di un risarcimento del danno di tipo contrattuale, in caso di violazione dell'obbligo di informazione, non solo relativamente alle singole operazioni di investimento, ma anche al contratto quadro. Essa peraltro consentirebbe di evidenziare e di dare un significato concreto all'affidamento³⁶² esistente tra il cliente e l'intermediario professionista.

In questo senso, tra intermediario e cliente si instaura per "contatto sociale" un rapporto giuridico nell'ambito del quale il primo assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente,

ovvero del mediatore. Con l'espressione contatto sociale si suole indicare un rapporto "sociale" idoneo ad ingenerare l'affidamento dei soggetti coinvolti in virtù del fatto che si tratta di un rapporto "qualificato" dall'ordinamento giuridico, che vi ricollega una serie di doveri di collaborazione e protezione volti alla salvaguardia di determinati beni giuridici.[1] La violazione di tali doveri determina la responsabilità da contatto sociale qualificato: si pensi, al riguardo, al rapporto che si instaura tra il paziente ed il medico sul quale grava, a prescindere dall'esistenza di un contratto, un obbligo di cura che tende alla tutela del diritto alla salute. In letteratura, si legga ZACCARIA, *Der aufhaltsame Aufstieg des sozialen Kontakts (la resistibile ascesa del "contatto sociale")*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 77, ROSSI, *Contatto sociale (fonte di obbligazione)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione civile, Appendice di aggiornamento V*, Utet, 2010, 346; FAILLACE, *La responsabilità da contatto sociale*, Cedam, 2004; CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Giuffrè, 1995, 147 ss.

³⁶⁰SCOGNAMIGLIO, *Ancora sulla responsabilità della banca per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 653 ss.; BUSNELLI, *Itinerari europei nella terra di nessuno tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539 ss.

³⁶¹Una di queste è per esempio, TRIB. RIMINI, 21.7.2007, in www.ilcaso.it.

³⁶²Ciò che emerge dallo studio dell'istituto della responsabilità da contatto sociale è l'esistenza di uno specifico rapporto tra le parti che, sebbene non abbia la stessa forza di un contratto, è comunque idoneo a fondare un vincolo di natura giuridica. La giuridicità di tale vincolo è data appunto dal legittimo affidamento che un soggetto ripone nell'attività di un altro soggetto che svolge una professione qualificata. I presupposti idonei ad attribuire valenza giuridica ad una relazione di fatto e, per l'effetto, idonei a configurare una responsabilità contrattuale da contatto sociale sono due; da una parte lo svolgimento di una professione qualificata per la quale è richiesta una specifica abilitazione, dall'altra, il legittimo affidamento che un soggetto ripone nei confronti di chi svolge tale professione.

a salvaguardia dell'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dall'attività di intermediazione mobiliare svolta. La fonte dell'obbligazione è costituita quindi dal rapporto giuridico che si attua antecedentemente alla conclusione del contratto ed il contenuto di essa è invece tipizzato dal complesso di norme a tutela dell'investitore e deve essere valutato ai sensi dell'art. 1176, secondo comma, c.c., ovvero sulla base delle regole della diligenza professionale.

3.3 L'intervento delle Sezioni Unite nn. 26724 e 26725 del 2007

La Suprema Corte è quindi intervenuta per tentare di risolvere il dibattito in punto di determinazione del rimedio civilistico a disposizione dell'investitore leso nel suo diritto ad essere adeguatamente informato³⁶³.

Con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 19.12.2007³⁶⁴, infatti, le Sezio-

³⁶³Il provvedimento di rimessione alle Sezioni Unite del 16.2.2007 è il seguente “*Si rimette alle Sezioni Unite il contrasto di giurisprudenza in ordine alle conseguenze derivanti dalla violazione dei doveri informativi degli intermediari finanziari. All'orientamento secondo il quale «la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a tale ipotesi» si contrappone quello per cui «in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma primo, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità»*”, in www.ilcaso.it.

³⁶⁴CASS., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Il testo di queste sentenze (o almeno le relative massime) è pubblicato, fra l'altro, in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di SCOGNAMIGLIO; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di BOVE; in *Contr.*, 2008, 221 ss., con nota di SANGIOVANNI; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di MARICONDA; in *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di ROPPO e di BONACCORSI; in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di MAZZINI; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di RUSSO; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di BRUNO, ROZZI; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di FEBBRAJO; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di CALISAI. Si

ni Unite hanno affermato che la violazione dei doveri d'informazione può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tale violazione avvenga nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazione riguardante le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria.

In nessun caso, secondo la Sezioni Unite, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, primo comma c.c.

La conclusione cui giunge la Cassazione con la sentenza delle Sezioni Unite n. 26724 del 2007 è la seguente *“il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato”*³⁶⁵.

occupano di tali sentenze anche CESIANO, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; CHessa, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734 ss.; C'AMICO, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 732 ss.; GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2008, 393 ss.; MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contr.*, 2008, 555 ss.; PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.

³⁶⁵In senso critico cfr. SARTORI, *“La rivincita dei rimedi risarcitori; note critiche a Cass. SS.UU. 19 Dicembre 2007, n. 26725”*, in www.ilcaso.it; cfr., inoltre, MAFFEIS, *“Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere”*, in *“I contratti”*, 2008, 403 ss.; SALATRINO, *“Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: “ratio decidendi”*

La Corte, distinguendo tra norme di comportamento e norme di validità, esclude che le regole di comportamento (tra le quali viene compreso l'obbligo di informazione in esame) possano essere trattate al pari di quelle di validità³⁶⁶. Sulla base del noto principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento, la Corte arriva quindi ad escludere che la violazione dell'obbligo di informazione *ex art. 21 T.U.F.* possa comportare l'invalidità del contratto, riconoscendo invece la possibilità di agire al fine di richiedere la risoluzione del contratto di intermediazione.

Nel prosieguo del presente lavoro, si tenterà di offrire una lettura critica dell'assunto posto a fondamento della decisione delle Sezioni Unite, al fine di esaminarne la tenuta e la fondatezza, nonché di verificare quale sia la soluzione idonea ad offrire una tutela effettiva e reale all'investitore.

3.4 (segue) Il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento (o di buona fede): le critiche avanzate dalla dottrina più recente.

Il fondamento giuridico della cennata pronuncia delle Sezioni Unite è costituito, come abbiamo già rilevato, dal principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento³⁶⁷. Alla luce di tale principio, secondo la

“obiter dicta” delle Sezioni Unite”, in *Nuova giurispr. civ. comm.*, 2008, 445 ss.

³⁶⁶La violazione dell'obbligo di informazione, conclude la Cassazione, “è *naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale*”, mentre nel caso di violazione nella fase successiva, “*può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso*”.

³⁶⁷Si legga D'AMICO, *Nullità virtuale-Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 735 ss., secondo il quale “*Il significato del principio di separazione (o di non interferenza) tra “regole di validità” e c.d. “regole di comportamento” consiste, allora, precisamente in ciò, che non è possibile derivare l'invalidità di un contratto dalla violazione di una “regola di mero comportamento”, ovvero sia dalla violazione di una “regola*

Cassazione, l'obbligo di informazione *ex art. 21 T.U.F.*, costituendo norma di comportamento, non può in alcun modo comportare l'invalidità del contratto. Il rapporto tra regole di validità e regole di comportamento costituisce un tema centrale all'interno della sistematica del diritto contrattuale. Com'è noto, le norme di validità e le norme di comportamento presentano caratteri profondamente diversi tra loro: le prime esprimono criteri che, attenendo alla struttura del fenomeno negoziale, devono essere rigorosamente previsti dal legislatore; le seconde, invece, si atteggiavano come "clausole generali" il cui contenuto precettivo deve essere desunto da standards comportamentali dai contorni piuttosto ampi³⁶⁸.

I due ordini di regole si distinguono inoltre sotto il profilo del giudizio necessario al fine della loro individuazione, il quale, con riferimento alle prime dovrà essere scevro da elementi di carattere etico morale (essendo in tal caso necessaria e sufficiente la sola previsione legislativa inerente la struttura e il contenuto della norma stessa), a differenza di quanto ammesso invece con riguardo alle seconde³⁶⁹.

La dottrina classica ha pertanto affermato l'autonomia e l'indipendenza di queste due tipologie di regole³⁷⁰. In particolare, l'autonomia delle regole di validità è stata rinvenuta nella loro specifica funzione di garanzia della certezza del diritto, che giustificerebbe il ricorso al rimedio invalidatorio

di correttezza" (o buona fede, che dir si voglia) o di un'altra regola generale di condotta".

³⁶⁸In materia si leggano D'AMICO, *Nullità virtuale-Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 735 ss.; FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 547; SCONDITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, 784; NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008, 1175; D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Ed.Sc.It., 1996, 40 ss.

³⁶⁹Cfr. D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1996, 40 ss.

³⁷⁰D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1996; PIETROBON, *"L'errore nella teoria del negozio giuridico"*, Padova, 1963.

nell'ipotesi di violazione della stessa³⁷¹. È per questo motivo che all'interno del giudizio di validità si esclude che possano interferire valutazioni di buona fede, se non nella misura in cui queste ultime risultino percepite dal legislatore nella disciplina della singola causa di invalidità.

Da questa circostanza consegue che la violazione di una regola di comportamento non possa implicare l'invalidità dell'atto, ma solo una pretesa risarcitoria.

È tuttavia doveroso segnalare che alcuni più recenti orientamenti dottrinali in materia hanno iniziato a mettere in discussione il principio appena richiamato, arrivando ad escludere che tra le due tipologie di norme sopra richiamate sussista una netta linea di confine e aprendo così le porte ad un più ampio ricorso al rimedio invalidatorio³⁷². Tale conclusione tuttavia viene corroborata da una serie di argomenti, che di seguito esamineremo e che rivelano significativi profili di interesse ma sui quali solo in parte, per le ragioni che appresso illustreremo, si può tuttavia convenire.

In primo luogo, viene rilevato³⁷³ che la distinzione in esame non ha ragione di esistere già solo per il fatto che qualsiasi norma è di per sé strumento di valutazione del comportamento dei consociati, pertanto anche le cosiddette

³⁷¹Cfr. D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1996, 41 ss., secondo il quale le regole di validità "non tollerano l'interferenza di criteri morali: non nel senso che siano ad esse estranee valutazioni di ordine «equitativo» o di giustizia sostanziale, ma nel senso piuttosto che questo tipo di valutazioni rileva in quanto (e nella misura in cui) sia stato esplicitamente «formalizzato» (dal legislatore) nella disciplina della regola di validità, colmando «lacune equitative» che in ipotesi la regola stessa potesse in precedenza aver palesato. Il che implica che l'applicazione della normativa di validità dovrà avvenire – anche nelle parti di essa ispirate al principio di buona fede – secondo criteri rigorosamente «concettuali»"; secondo PIETROBON, *"L'errore nella teoria del negozio giuridico"*, Padova, 1963, 118, *"le regole di validità hanno per fine di garantire la certezza sull'esistenza di fatti giuridici"*.

³⁷²Tra i più recenti si segnalano PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Ed.Sc.It., 2013; MAFFEIS, *"Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere"*, in *I contratti*, 2008, 403 ss..

³⁷³PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Ed.Sc.It., 2013, 68 ss.

regole di validità integrerebbero, a ben vedere, norme di comportamento.

In secondo luogo, è stato evidenziato³⁷⁴ come non sussista alcuna norma che stabilisca a priori ed espressamente che nell'ipotesi di violazione di una regola di comportamento non possa conseguire l'invalidità del contratto concluso: il primo comma dell'art. 1418 c.c., infatti, parla genericamente di "norme imperative", senza distinguere tra norme imperative di validità e norme imperative di comportamento. Sotto questo profilo, tuttavia, è utile richiamare il dato testuale del primo comma dell'art. 1418 c.c., il quale si esprime in termini di contrarietà del contratto a norme imperative e non di contrarietà del comportamento delle parti nella conclusione del contratto. Rimanendo ancorati al tenore letterale, pertanto, la circostanza per cui la disposizione in esame si esprima in termini "generalisti" indicando semplicemente "norme imperative" non può avere alcuna rilevanza, non avendo alcun rilievo il comportamento proprio delle parti.

Una ulteriore argomentazione³⁷⁵ concerne la circostanza per cui oggi sussistono norme di comportamento, la cui violazione comporterebbe l'invalidità del contratto. Il riferimento è compiuto in relazione alle seguenti ipotesi: la nullità delle clausole vessatorie, che presuppone la penetrazione del comportamento scorretto delle parti nel regolamento negoziale degli interessi; le fattispecie di abuso di dipendenza economica e di abuso di posizione dominante; la nullità in tema di accordi iniqui sulla data del pagamento nelle transazioni commerciali (art. 7 d.lgs. 231/2009); nonché la fattispecie di cui all'art. 67 *septies decies*, comma 4 del codice del consumo, ai sensi del quale il contratto è nullo se il fornitore ha violato gli obblighi di informazione precontrattuale in modo da alterare significativamente la rappresentazione delle caratteristiche del contratto.

A parere di chi scrive, tuttavia, la presenza di tali ipotesi, normativamen-

³⁷⁴PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Ed.Sc.It., 2013, 68 ss.

³⁷⁵PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Ed.Sc.It., 2013, 68 ss.

te previste, di nullità derivante dalla violazione di doveri di comportamento (e in ispecie, di buona fede) in sede di formazione dell'accordo, avvalora, anziché confutare, la tesi della tendenziale non incidenza della violazione delle regole di comportamento sul piano della validità (nullità, in particolare) del contratto. Se il legislatore ha avvertito l'esigenza di prevedere espressamente, in determinate ipotesi, il rimedio della nullità, può infatti essere inteso come un indice dell'inesistenza, nell'ordinamento italiano, di una regola che, in termini di principio, dalla violazione di una regola imperativa di comportamento faccia discendere la nullità del contratto.

Ci si deve semmai chiedere se, in caso di silenzio del legislatore, possa operare un'applicazione analogica, o quantomeno un'interpretazione estensiva, delle norme che invece prevedono espressamente la nullità. La risposta dovrebbe essere negativa, posto che la previsione espressa della nullità nei casi sopra elencati sembra costituire deroga al principio generale e, pertanto, avere natura eccezionale³⁷⁶. Le disposizioni sopra richiamate risultano quindi insuscettibili di applicazione analogica, ai sensi dell'art. 14 delle disp. prel. c.c.

Tuttavia, la dottrina più recente cui si faceva cenno sopra ha affermato come la natura di tali previsioni legislative non sia di norma eccezionale, bensì di norma speciale. L'esclusione dell'eccezionalità della norma viene argomentata sulla base dell'inesistenza del principio generale (di non interferenza): per qualificare tale norma come "eccezionale", si dice, bisogna prima dimostrare l'esistenza della regola generale³⁷⁷. Secondo tale ricostruzione, quindi, la nullità conseguente alla violazione dell'obbligo contenuto nell'art. 21 T.U.F. deriva dall'applicazione analogica delle norme speciali sopra richia-

³⁷⁶PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, 2013, 85 ss.

³⁷⁷La tesi è sostenuta da PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 68 ss., secondo il quale le norme in esame sarebbero speciali, e non eccezionali, e, in quanto tali, potrebbero essere applicate analogicamente anche ai casi aventi eadem ratio, per i quali sussiste una lacuna legislativa in ordine ai rimedi da attuare.

mate che invece la prevedono espressamente (ad esempio, l'art. 67 *septies decies*, comma 4 del codice del consumo).

Nel tentativo operato al fine di provare l'inesistenza del principio di non interferenza, la riflessione dotata forse di maggiore spessore, a parere della scrivente, è quella che osserva che, se la dicotomia tra regole di validità e regole di comportamento in esame fosse fondata, si renderebbe necessario individuare un criterio di distinzione certo, fondato sostanzialmente sulla struttura della norma, in grado di consentire una sicura differenziazione nel caso concreto tra i due tipi di regole.

Tuttavia, si osserva, l'individuazione di un criterio sicuro e indefettibile, basato sulla struttura logica della norma, risulta impossibile, posto che norme imperative di validità e norme imperative di comportamento hanno la medesima struttura logica.³⁷⁸ L'esempio che viene offerto è il seguente: si considerino due norme pacificamente imperative, ovvero l'art. 21 T.U.F. e l'art. 118, comma 8 del codice dei contratti pubblici³⁷⁹. Il primo vieta la vendita di prodotti finanziari in assenza di adeguate informazioni; il secondo, invece, vieta il subappalto di opere pubbliche non autorizzato dalla committente principale. Alla luce degli orientamenti maggioritari sopra evidenziati, dalla violazione del primo deriverebbe solo una pretesa risarcitoria; diversamente, dalla violazione del secondo conseguirebbe pacificamente la nullità del contratto.

Ora, il diverso "trattamento rimediabile" sarebbe giustificabile solo in presenza di una diversa struttura logica delle norme prese in esame. Tuttavia, è stato evidenziato come tali disposizioni presentino la stessa struttura, rinvenibile proprio nel divieto di stipulazione del contratto.

Sulla base di queste considerazioni, parte della dottrina³⁸⁰ ha sostenuto

³⁷⁸PERLINGERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 22 ss.

³⁷⁹PERLINGERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 22 ss.

³⁸⁰In particolare si legga PERLINGERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 31 ss.

l'inesistenza del cennato principio di non interferenza, affermando quindi che, nonostante l'obbligo di informazione contenuto nell'art. 21 T.U.F. costituisca una norma di comportamento, la sua violazione comporta comunque l'invalidità del contratto, poiché tale obbligo informativo presenta un carattere distintivo, ovvero – rispetto alle altre norme di comportamento tradizionali – è capace di incidere sul regolamento di interessi delle parti coinvolte, cioè sul disvalore del precetto negoziale. AD ADIUVANDUM, tale dottrina richiama l'art. 13 della proposta di regolamento europeo sul diritto comune della vendita (CESL), in base al quale le informazioni (in particolare, quelle precontrattuali) costituirebbero “*parti integranti del contratto*”, in grado di rendere il contratto completo e perfetto nella sua struttura. In questo modo, l'indicazione dettagliata del contenuto informativo del contratto, trasformerebbe i “vincoli informativi”, in “vincoli di contenuto”. E dalla violazione di tali “vincoli di contenuto” si farebbe derivare la nullità del contratto per contrarietà a norma imperativa³⁸¹. Pertanto, tali doveri di condotta finiscono per incidere direttamente sul precetto negoziale, giustificando il ricorso al rimedio invalidatorio nell'ipotesi di sua violazione.

L'art. 13 della proposta di regolamento sopra richiamata, tuttavia, si riferisce esclusivamente alle vendite concluse a distanza dove, in mancanza di forma scritta del contratto concluso, si rende necessario tutelare il cliente mediante l'individuazione di ulteriori strumenti come, in questo caso, quello di cui al secondo comma dell'art. 13 della proposta di regolamento.

Nel caso di specie, con particolare riguardo alla “sufficienza” del formalismo negoziale quale idoneo strumento di protezione del cliente, sembra tutta-

³⁸¹Non dovendo quindi escludere in modo assoluto il rimedio della nullità come sanzione alla violazione di norme di comportamento, è stato evidenziato come in questi casi l'informazione si traduca in un possibile squilibrio significativo del regolamento di interessi, e di non meritevolezza dell'operazione. Suggestiva è la posizione di G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 68 ss., secondo il quale una norma può considerarsi di validità solo se comporta il rimedio demolitorio, mentre una norma sarà di comportamento nel caso in cui il rimedio riconosciuto sia di tipo risarcitorio.

via da condividere la posizione formulata da coloro i quali hanno evidenziato come, nella materia che qui ci occupa, la previsione della forma scritta del contratto quadro di cui all'art. 23 T.U.F. non può essere sufficiente a garantire un'elevata tutela dell'investitore, posto che il contratto di investimento non può essere assimilabile al "tradizionale" contratto di scambio, attesa peraltro la complessità che ruota attorno all'accesso al mercato finanziario e alla comprensione della materia stessa³⁸².

È stato sottolineato, con un'affermazione che ci pare condivisibile, che la protezione dell'investitore non può transitare nel c.d. formalismo informativo, posto che all'interno dei mercati finanziari lo scarto tra informazione e comprensione è decisamente più marcato, rispetto ai tradizionali mercati di scambio.

A prescindere da tali considerazioni in punto di formalismo informativo, il percorso logico-giuridico che conduce all'individuazione dello strumento della nullità, attraverso il riconoscimento dell'inesistenza del principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento, non soddisfa però pienamente, perché non individua correttamente i contorni della natura dell'obbligo contenuto all'art. 21 T.U.F.

L'*empasse* in cui è caduta la Cassazione, a parere di chi scrive, sta nell'aver travisato il concetto generale di "regola di comportamento", che deve essere intesa nel caso di specie quale regola di buona fede: si deve infatti ritenere che il principio di non interferenza, così come delineato dalla dottrina tradizionale, operi propriamente non tra regole di validità e regole di comportamento genericamente intese, bensì specificamente tra regole di validità e regole di buona fede, quest'ultime in quanto espressive di una clausola generale di comportamento a contenuto non predeterminato, cioè di regola

³⁸²NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012, 78 ss., secondo il quale "se le regole di condotta sono legalmente predeterminate, il bilanciamento tra interessi contrapposti non rimesso al giudice ma effettuato previamente dal legislatore o da altra autorità normativa può condurre a richiedere condotte che non potrebbero mai essere imposte alla stregua del canone di buona fede".

di comportamento che attende di essere riempita di contenuto di volta in volta³⁸³. Il cennato principio di non interferenza deve quindi ritenersi sussistente ed ancora oggi operativo, posto che lo scopo (meritevole e attuale) di tale differenziazione consiste nell'impedire che dalla violazione di una norma di buona fede, formulata per sua natura nei termini vaghi di una clausola generale di comportamento, possa discendere l'invalidità di un atto di autonomia privata, rappresentando quest'ultima la sanzione più grave che il nostro ordinamento contempla, tale da richiedere, quindi, per ragioni di certezza, una analitica predeterminazione del comportamento vietato³⁸⁴.

All'esito di quanto sviluppato nella prima parte del presente lavoro, è possibile invece affermare che l'obbligo informativo di cui all'art. 21 T.U.F. non costituisce una mera norma di buona fede, che si tradurrebbe solo nel "*dovere di informare l'altra parte sulle circostanze di rilievo che attengono all'affare*"³⁸⁵, perché all'intermediario viene chiesto di andare oltre l'apprezzabile sacrificio del suo interesse³⁸⁶. Infatti, acquisire e processare le informazioni implica un'organizzazione d'impresa e incrementa indiscutibilmente i costi di

³⁸³Si veda in dottrina, D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 56 ss, secondo il quale è evidente che è la natura stessa di clausola generale (cioè di regola di comportamento che attende di essere riempita di contenuto di volta in volta, ma che non ha in sé un contenuto predeterminato) della buona fede ad escludere che il contrasto con la stessa possa essere ricondotto all'art. 1418, primo comma c.c.. Conformi, SIRENA, *Il diritto europeo dei contratti, autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Giuffrè, 2006, 353; ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria informativa di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 1232.

³⁸⁴NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012, 79 ss., secondo il quale "ciò che le regole di validità sarebbero richiamate a presidiare è il principio della certezza del diritto, che risulterebbe frustrato ove la validità degli atti transiti non da regole logico formali, ma per la discrezionalità giudiziale connessa alla concretizzazione della buona fede oggettiva, ossia di una clausola generale. È però di immediata evidenza che, posta in questi termini, la questione evochi una contrapposizione non tra regole di validità e regole di responsabilità, bensì tra regole di validità e regole di buona fede".

³⁸⁵Così la definisce BIANCA, *Il contratto*, Giuffrè, 2000, 163.

³⁸⁶NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, cit., 83.

transazione a carico dell'intermediario: *“agli intermediari finanziari si chiede sempre di andare oltre ciò che la buona fede può prescrivere: ragionando soltanto sul dettato codicistico, nessuno ha mai ritenuto, del resto, che nelle trattative e nella formazione del contratto una parte, ancorché più informata ed economicamente “s sofisticata”, debba informarsi sulle ragioni per le quali la controparte sta contrattando”*³⁸⁷.

Pertanto, se le regole di condotta sono legalmente predeterminate, come nel caso di cui all'art. 21 T.U.F., il bilanciamento degli interessi contrapposti può condurre a richiedere condotte che non potrebbero mai essere imposte alla stregua del canone di buona fede.

L'obbligo di informazione di cui si parla, completamente estraneo alla logica della contrattazione standardizzata posto che nel caso di specie costituisce un obbligo di informazione personalizzata (o c.d. di consulenza incidentale) a carico dell'intermediario, è un obbligo bidirezionale, che si traduce non solo in informazioni che l'intermediario deve rendere al cliente, ma anche in informazioni che l'intermediario deve ottenere dall'investitore.

L'art. 21 T.U.F., pertanto, rappresenta una norma analitica e predeterminata, assolutamente irriducibile ad una regola di buona fede come storicamente intesa. Non è possibile, peraltro, non considerare che dal corretto adempimento dell'obbligo informativo, così declinato, emerge la capacità dell'intermediario di influenzare le decisioni dell'investitore. Il contratto di intermediazione, in altre parole, viene concluso sulla base delle raccomandazioni fornite dall'intermediario e l'oggetto del contratto stesso viene individuato sulla base dei suggerimenti forniti da quest'ultimo.

All'interno della dicotomia “regole di validità” e “regole di buona fede”, l'obbligo di informazione ai sensi dell'art. 21 T.U.F. deve essere letto, quindi, quale “regola di validità”, non costituendo regola di buona fede e concernendo inoltre elementi propri della fattispecie negoziale e, cioè, il contenuto del

³⁸⁷NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012, 84.

contratto e la corretta formazione dell'accordo. Dalla sua qualificazione quale regola di validità deriva quindi la possibilità di riconoscere la nullità virtuale del contratto ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., nel caso di sua violazione³⁸⁸.

³⁸⁸Invero, tale ricostruzione è stata timidamente proposta nella giurisprudenza successiva alla sentenza delle Sezioni Unite del 2007. Si veda TRIB. FERRARA, 28.1.2010, secondo il quale “*L’obbligo dell’intermediario, previsto dall’art. 29 del reg. Consob n. 11522/1998, di avvertire in forma scritta (o su supporto magnetico) il cliente dell’inadeguatezza dell’operazione non è una semplice regola di comportamento, ma costituisce una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto di strumenti finanziari, la cui violazione comporta la nullità del singolo ordine di acquisto ai sensi dell’art. 1418, comma 1, codice civile*”; TRIB. RAVENNA, 12.10.2009, che ha sostenuto “*L’art. 29 del reg. Consob n. 11522/98, il quale pone a carico dell’intermediario l’onere di informare l’investitore dell’inadeguatezza dell’operazione e delle ragioni che ne sconsigliano l’attuazione, ha introdotto una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto degli strumenti finanziari, un elemento costitutivo attinente alla struttura e al contenuto - che deve risultare da atto scritto o con forma equivalente - posto a tutela di interessi pubblicistici di rango costituzionale (quali il risparmio e l’esigenza di trasparenza dei mercati finanziari), con la conseguenza che la violazione di tale precetto comporta la nullità del contratto ai sensi dell’art. 1418, comma 1, cod. civ.*”; TRIB. BRINDISI, 18.7.2007, che ha sostenuto “*Gli obblighi informativi previsti dagli artt. 21 e ss. del TUF hanno natura più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.) gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale e ciò in considerazione della particolare natura dei contratti cui si rivolgono, che presentano un elevato grado di rischio ed espongono quindi il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale investito. L’aderente all’investimento, inoltre, è un soggetto privo delle cognizioni tecniche necessarie per operare in un settore altamente specializzato, quale quello dei mercati dei valori mobiliari. Ne deriva che deve considerarsi condicio sine qua non per la validità del contratto di investimento la circostanza che in sede di stipula il risparmiatore abbia ricevuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso. Le norme regolanti i servizi di investimento in prodotti finanziari – in quanto volte alla tutela sia del singolo investitore, sia più ingenerale, dell’intero mercato dei valori mobiliari – hanno, quindi, natura e portata di norme imperative, il che implica la loro inderogabilità ad opera delle parti e la sanzione della nullità per la loro violazione*”. In dottrina, si legga MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in www.ilcaso.it; MARAGNO, *L’orientamento del tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 1280 ss.

4. I rimedi risarcitori.

A prescindere dalle riflessioni svolte con riguardo al rimedio della nullità del contratto per violazione dell'obbligo informativo *ex art.* 21 T.U.F., è necessario dare atto che la tesi che invece ha trovato largo consenso in giurisprudenza, riconosce all'investitore leso esclusivamente il diritto al risarcimento del danno, di natura precontrattuale o contrattuale a seconda che l'obbligo sia stato violato nella fase delle trattative o nella fase di esecuzione del contratto³⁸⁹, come peraltro ha confermato la pronuncia delle Sezioni Unite poc'anzi citata.

Il *discrimen* per capire, in concreto, di quale tipo di responsabilità si tratti è rappresentato dal momento temporale in cui, con riferimento al contratto quadro, il dovere che si assume violato avrebbe dovuto essere adempiuto. La Cassazione, infatti, con riferimento al contratto di negoziazione, ha riconosciuto che i singoli ordini rappresentano una fase esecutiva del previo contratto normativo di investimento³⁹⁰.

³⁸⁹Si veda, PANZINI, *Violazione dei doveri di informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. e impr.*, 2007, 1002; TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 697 ss. Sulla determinazione degli interessi e della rivalutazione dell'importo determinato a titolo di danno, si legga MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012, 516 ss. In giurisprudenza, si rinvia ad APP. TORINO, 19.10.2007; TRIB. PALERMO, 13.2.2008; TRIB. PARMA, 9.1.2008, tutte in www.ilcaso.it. La disciplina relativa alla ripartizione dell'onere probatorio nel giudizio di risarcimento viene dedotta da quanto previsto dal sesto comma dell'art. 23 T.U.F., in tema di forma del contratto di investimento, il quale stabilisce che “*nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta*”. L'onere della prova della violazione della regola imposta all'intermediario spetterebbe quindi al cliente: egli deve provare non solo la violazione stessa, ma altresì il nesso causale tra violazione e danno. L'intermediario, invece, potrà liberarsi dalla sua responsabilità dimostrando di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Sul punto, cfr. RULLI, *Nota a Tribunale di Milano del 8 luglio 2008*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 215 ss., secondo il quale “*Ora, per quanto riguarda la prova del nesso causale, non può negarsi che possa risultare “assorbita” dalla prova dell'obbligazione allegata. Se l'obbligazione dell'intermediario è un'obbligazione di mezzi, infatti, l'aver agito omettendo la specifica diligenza richiesta configurerebbe una “automatica” riconducibilità del danno all'intermediario*”.

³⁹⁰Sul punto, si rinvia a quanto già dettagliatamente argomentato nel terzo capitolo del

A prescindere, quindi, dal riconoscimento o meno della natura negoziale degli ordini di borsa, è il primo contratto che viene assunto come punto di riferimento per definire quali doveri abbiano natura precontrattuale e quali, invece, natura contrattuale. Coerentemente con tale premessa, saranno da ritenersi fonte di responsabilità precontrattuale le violazioni di doveri di cui l'ordinamento preveda l'adempimento a monte della stipulazione del contratto quadro, mentre saranno, invece, fonte di responsabilità contrattuale (con possibilità, come si è visto, di domandare anche la risoluzione in caso di inadempimento di non scarsa importanza) le violazioni che attengano a doveri posti legislativamente a valle dello stesso, anche se prima dei singoli ordini.

In ragione delle caratteristiche del tipo di contrattazione che si sta analizzando, questa ricostruzione presenta, con riferimento alle figure rimediali poc'anzi identificate, alcuni elementi di peculiarità che ci si propone di analizzare nell'ambito di questo capitolo.

Per quanto riguarda la responsabilità contrattuale, si analizzerà in questa sede la portata della norma relativa alla ripartizione dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento, nonché l'estensione e il contenuto della prova del nesso causale tra inadempimento e danno, per passare, infine, ad occuparsi dell'idoneità del comportamento del cliente ad incidere sul *quantum* del risarcimento. Con riferimento, invece, alla responsabilità precontrattuale, si rifletterà sull'innovativo esito, raggiunto dalla ricostruzione in esame, che conduce a ritenere tale tipo di responsabilità configurabile anche ove alla violazione del dovere di buona fede nelle trattative faccia seguito la stipulazione di un valido contratto. Tale possibilità apre, infatti, un panorama in larga misura inedito con riferimento al concreto ambito di applicazione dell'istituto, inducendo a ripensare anche ai canoni tradizionalmente messi a punto per identificare il danno risarcibile.

presente lavoro.

4.1 Responsabilità contrattuale ed oneri probatori

In materia di responsabilità dell'intermediario nei giudizi di risarcimento dei danni la normativa di settore detta una specifica norma in tema di prova che riprende un'analoga previsione contenuta prima nella legge Sim del 1991³⁹¹ e poi nel decreto Eurosim del 1996³⁹².

Si tratta dell'art. 23, sesto comma, Tuf, a mente del quale *“nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”*. Il tenore letterale della norma sembra riprendere sostanzialmente quanto già desumibile in via generale ex art. 1218, codice civile³⁹³. La portata sistematica di tale disposizione

³⁹¹art. 13, decimo comma, L. 2 gennaio 1991, n. 1: *“Nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti dallo svolgimento delle attività di cui all'art. 1, comma 1, in violazione della presente legge, dei regolamenti, e delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza, spetta alla società o soggetto convenuti l'onere della prova di aver agito con la diligenza del mandatario”*.

³⁹²art. 18, quinto comma, D. lgs. 23 luglio 1996, n. 415: *“Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi previsti dal presente decreto spetta all'impresa di investimento, alla banca o agli altri soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”*.

³⁹³Così COSTI, *Il mercato mobiliare*, Utet, 2008, 151, secondo il quale *“questa impostazione non può, tuttavia, portare a ritenere che il cliente possa limitarsi a provare il danno subito e il nesso di causalità fra un comportamento dell'intermediario e tale danno, esonerandosi quindi anche dal provare che l'intermediario ha violato una qualche norma di carattere specifico o generale che avrebbe dovuto osservare; una simile conclusione risulterebbe sconvolgente consentendo al cliente di agire in risarcimento ogni qualvolta il suo investimento non si fosse rivelato vantaggioso, con l'onere a carico dell'intermediario di provare che il mancato guadagno o la perdita non sono imputabili a suoi comportamenti non coerenti con la «specifico diligenza richiesta» per quella operazione. In realtà il cliente dovrà provare che l'intermediario ha violato qualche regola generale e quest'ultimo si libererà dall'obbligo risarcitorio provando di aver agito con la specifica diligenza richiesta”*. Nello stesso senso anche LENER, *I contratti di gestione*, in AA.VV. *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, I, 2, Giuffrè, 1999, 563 e ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Utet, 2008, 117. COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da COTTINO*, VIII, Cedam, 2004, 369, rilevano come la norma riproduca i contenuti delle regole generali con l'intenzione di *“dare certezza, nell'interesse sia dell'intermediario sia del cliente, al contenuto dell'onere probatorio che incombe sul primo, eliminando gran parte dei dubbi che solleva la norma di diritto comune”*.

è tuttavia controversa in dottrina.

Secondo alcuni, infatti, essa rappresenterebbe una vera e propria inversione dell'onere della prova dettata allo scopo di agevolare il cliente nelle liti contro l'intermediari³⁹⁴. La questione, presentatasi all'attenzione della dottrina già all'indomani della prima comparsa della norma nella legge Sim, trae origine dalla qualificazione dell'obbligazione dell'intermediario quale obbligazione di mezzi³⁹⁵.

In passato si è ritenuto che l'onere probatorio previsto in tema di inadempimento contrattuale si atteggiasse in modo diverso a seconda che l'obbligazione di fare inadempita fosse di mezzi ovvero di risultato. Si riteneva, in particolare, che, mentre per provare l'inadempimento delle obbligazioni di risultato fosse sufficiente, per il creditore, dimostrare la mancanza del risultato dovuto, in presenza di obbligazioni di mezzi egli avrebbe, invece, dovuto fornire la diversa prova del mancato impiego, da parte del debitore, dei mezzi idonei al raggiungimento del risultato sperato. In ultima analisi, quindi, secondo questa ricostruzione, il creditore avrebbe dovuto provare la colpa dell'inadempiente rispetto al dovere di agire con i mezzi dovuti per il raggiungimento del risultato. In questo contesto, quindi, le ricostruzioni di coloro che avevano inteso la regola secondo la quale spetta all'intermediario provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta come un'inversione dell'onere della prova non erano del tutto peregrine.

Ad oggi, tuttavia, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno più volte ribadito che il regime probatorio per le due specie di obbligazioni di

³⁹⁴TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 701; INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 171; ATELLI, *Commento sub art. 23*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria - Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, 1998, 217.

³⁹⁵Per questa spiegazione si veda anche BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione mobiliare e le responsabilità di banche e Consob*, Giuffrè, 2009, 61 ss.; FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 765 ss.

fare è identico³⁹⁶. In particolare, il creditore deve limitarsi ad allegare l'inadempimento, mentre spetta al debitore dare la prova di avere esattamente adempiuto l'obbligazione (e, quindi, di aver agito con la specifica diligenza richiesta), estinguendola.

Il cennato orientamento (secondo il quale la norma in esame prevede un'inversione dell'onere probatorio in capo all'investitore) risulta quindi superato dall'indirizzo della giurisprudenza di legittimità ormai consolidato, il quale a ben vedere trova conforto anche in quella parte della dottrina che ritiene oramai superata la dicotomia tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato³⁹⁷. Nei giudizi miranti ad ottenere il risarcimento del danno a causa di inadempimento di doveri informativi spetta quindi all'intermediario provare di non essere in colpa (e cioè di aver rispettato le regole sul contenuto e la portata delle quali ci si è ampiamente soffermati nel presente lavoro).

Una questione che, in materia di prova, si è posta con una certa frequenza in dottrina e in giurisprudenza è se il cliente debba o meno provare il nesso

³⁹⁶Così CASS. SS. UU., n. 13533 del 30 ottobre 2001, in *Corr. giur.*, 2001, 1565, con nota di MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro* e in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, I, 349, con nota di MEOLI, *Risoluzione per inadempimento e onere della prova*; nonché CASS. SS. UU., sent. n. 15781 del 28 luglio 2005, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, 828, con nota di VIGLIONE, *Prestazione d'opera intellettuale e disciplina applicabile, tra obbligazioni di merci e di risultato*; in *Eur. e dir. priv.*, 2006, 781, con nota di NICOLUSSI, *Il commiato della giurisprudenza dalla distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi* e in *Contratti*, 2006, 349. Entrambe le sentenze citate sono richiamate anche da CASS. SS. UU., sent. n. 577 del 11 gennaio 2008, in *Giur. it.*, 2008, 1653, con nota di CIATTI, *Crepuscolo della distinzione tra le obbligazioni di mezzi e le obbligazioni di risultato* e in *Danno e resp.*, 2008, 871, con nota di NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione fra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*. La responsabilità del medico; nella quale i giudici di legittimità, con riferimento alla distinzione tra obbligazioni di mezzi ed obbligazioni di risultato, hanno espressamente enunciato che essa “*se può avere una funzione descrittiva, è dogmaticamente superata, quanto meno in tema di riparto dell'onere probatorio (omissis)*”.

³⁹⁷Ha ritenuto che la norma avesse come scopo l'esigenza di superare il contrasto giurisprudenziale in materia di ripartizione di onere probatorio in punto di inadempimento anche TRIB. ROMA, 29.7.2005, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2006, 465. Nello stesso senso anche DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009, 370 ss.

causale tra inadempimento e danno³⁹⁸. La questione è sorta perché una parte della dottrina, affermando che la norma espressa in materia di onere della prova nei giudizi di risarcimento danni inerenti a contratti di investimento avesse come effetto un'inversione delle regole generali, riteneva che, nonostante l'assenza di un'espressa previsione in tal senso, dalla *ratio* di tutela sottesa alla disposizione potesse desumersi un'inversione anche del principio secondo il quale, normalmente, il nesso causale tra inadempimento e danno deve essere provato dal creditore.

L'idea ha avuto scarso seguito. In effetti, in un mercato i cui prodotti sono, per definizione, caratterizzati da una forte aleatorietà, presumere l'esistenza del nesso causale (salva la difficilissima prova contraria) ogni qualvolta ci sia una violazione, da parte dell'intermediario, dei doveri di comportamento ad esso imposti *ex lege*, rischia di condurre al risarcimento anche a prescindere da un effettivo legame tra inadempimento e danno. Ciò equivarrebbe, in ultima analisi, a riconoscere al risarcimento, *in subiecta materia*, una funzione punitiva che, invece, è tendenzialmente estranea alla nostra tradizione giuridica³⁹⁹. Tanto premesso, si specifica che, con riferimento alla prova del nesso causale nella materia che ci occupa, occorre distinguere tra due ordini di ipotesi: la violazione di un dovere di azione e la violazione di un dovere di astensione⁴⁰⁰.

³⁹⁸Sul punto, tra i primi commenti, si vedano COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 367 ss.

³⁹⁹Per analoghe considerazioni, pur se in riferimento ad ipotesi in parte differenti, si veda FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit, 99. In giurisprudenza, sull'assenza, nel nostro ordinamento, dell'istituto dei danni punitivi, si veda di recente la nota pronuncia di CASS. SS. UU., n. 6572 del 24 marzo 2006, in *Foro it.*, 2006, I, 1344, nella quale è dato leggere: "(...) la forma rimediale del risarcimento del danno opera solo in funzione di neutralizzare la perdita sofferta, concretamente, dalla vittima, mentre l'attribuzione ad essa di una somma di denaro in considerazione del mero accertamento della lesione, finirebbe con il configurarsi come somma-castigo, come una sanzione civile punitiva, inflitta sulla base del solo inadempimento, ma questo istituto non ha vigenza nel nostro ordinamento".

⁴⁰⁰Così, in dottrina, MAFFEIS, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari – Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 973; FACCI, *Il danno da informazione*

Nel primo caso, secondo i più⁴⁰¹, il nesso causale deve essere effettivamente provato secondo le regole generali. Questo ordine di idee è fatto proprio anche dalla giurisprudenza di merito largamente maggioritaria⁴⁰². Il contenuto della prova consiste nel dimostrare che, ove l'intermediario si fosse comportato come prescritto dalla normativa di settore, l'investitore avrebbe deciso di impiegare diversamente i propri risparmi. La circostanza che tale prova abbia un contenuto che potremmo definire "psicologico" ha fatto sì, tuttavia, che i giudici di merito aderissero alla teoria⁴⁰³ secondo la quale tale prova può

finanziaria inesatta, Giuffrè, 2009, 95 ss..

⁴⁰¹DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1284; FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 95; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione mobiliare e le responsabilità di banche e Consob*, cit., 62; MAFFEIS, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari – Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, cit., 973 ss.

⁴⁰²Così, *ex multis*, Si vedano, per esempio, TRIB. MONZA, 27.7.2004, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 135; TRIB. TORINO, 18.9.2007; TRIB. PARMA, 18.3.2008; TRIB. MILANO, 7.2.2008; TRIB. PISA, 9.3.2008; TRIB. VERONA, 23.12.2008; TRIB. BERGAMO, 27.4.2009; APP. TORINO, 28.7.2009, tutte consultabile sul sito internet www.ilcaso.it; APP. MILANO, 13.10.2004, in *Contratti*, 2005, 1085, con nota di AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario e sanzioni*; TRIB. CATANIA, 19.6.2008, in *Società*, 2009, 997, con nota di SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*. Hanno invece ritenuto che, una volta che il cliente abbia provato inadempimento e danno, il nesso causale si presuma sino a prova contraria TRIB. MANTOVA, 15.3.2005, consultabile sul sito internet www.ilcaso.it, e TRIB. GENOVA, 15.3.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 609, con nota di ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito internet di Cirio bond e tango bond)* e in *Contratti*, 2005, 1095, con nota di AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario e sanzioni*.

⁴⁰³Espressa, tra gli altri, da FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, cit., 765 ss., secondo il quale "Qualora venga (omissis) dedotta in giudizio la violazione dei doveri di informazione e di correttezza, il nesso di causalità tra il danno (la diminuzione patrimoniale dell'investimento) e l'inadempimento (l'imprecisa o difettosa informazione) richiederebbe un giudizio altamente discrezionale ed ipotetico. L'investitore dovrebbe infatti provare che una corretta informazione sui rischi dell'operazione o sul conflitto di interessi dell'intermediario avrebbe determinato diverse, e più vantaggiose, scelte di investimento. E' evidente che tale prova non possa essere fornita in termini precisi e concreti in quanto presupporrebbe la valutazione di diverse ed ipotetiche scelte di investimento, estremamente difficili in un giudizio *ex post*. In situazioni del genere sembra quindi corretto ritenere che la prova del nesso di causalità possa essere dato per presunzioni". Nello stesso senso FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 95 ss.

essere data per presunzioni.

Questa impostazione è stata confermata anche da una recente pronuncia della Suprema Corte che ha deciso proprio in tema di riparto dell'onere della prova in caso di violazione di doveri informativi da parte dell'intermediario. Essa ha stabilito, in armonia con i principi ricavabili dal diritto civile generale, che l'investitore deve allegare l'inadempimento delle obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni, mentre l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempite dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, deve altresì provare di avere agito con la specifica diligenza richiesta⁴⁰⁴.

Diversa è l'ipotesi in cui siano violati gli obblighi di astensione. In tal caso, infatti, l'operazione di investimento non avrebbe dovuto essere compiuta dall'intermediario. È, quindi, evidente che il verificarsi di un danno in capo al cliente è necessariamente causato dalla violazione di tale divieto. Sono ipotesi in cui il danno è effettivamente *in re ipsa*⁴⁰⁵, come peraltro riconosciuto anche dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione⁴⁰⁶ – e puntualmente

⁴⁰⁴CASS. n. 3773 del 17 febbraio 2009, in *Danno e resp.*, 2009, 503, con nota di SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*.

⁴⁰⁵Cfr. RULLI, *L'onere della prova nel giudizio di risarcimento danni*, cit., 352-353.

⁴⁰⁶Dal testo di CASS. SS. UU., n. 26724 del 19 dicembre 2007, cit.: “*La corte d'appello, come si è ricordato, non si è soffermata a valutare se sussistesse o meno la situazione di conflitto d'interessi denunciata dalla difesa degli odierni ricorrenti, poiché ha escluso che, comunque, vi fosse la prova della dannosità dell'eventuale conflitto. E lo ha escluso sulla base della considerazione che le operazioni in questione, se anche compiute con un diverso intermediario, non avrebbero dato risultati differenti. Un tale ragionamento non considera però che, in presenza di una situazione di conflitto di interessi non rivelata al cliente, o comunque in difetto di autorizzazione espressa del cliente medesimo, la disposizione contenuta nella lett. g) dell'art. 6 della dell'allora vigente L. n. 1 del 1991 (diversamente da quanto ora prevede il D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 21, comma 1 bis, lett. a e b) faceva espresso ed assoluto divieto all'intermediario di dar corso all'operazione. Perciò, alla stregua di quella norma, o si sarebbe dovuto ritenere che il tipo di operazione era tale da escludere in radice il lamentato conflitto d'interessi - ma la corte d'appello non ha formulato un accertamento in tal senso - o non si sarebbe potuto altrimenti far leva su*

ripreso dalle corti di merito⁴⁰⁷ –. A voler argomentare diversamente, come è stato acutamente notato, si corre il rischio di “*svuotare completamente il significato dell’obbligo di astensione, che è quello di fare dell’intermediario un guardiano dell’integrità dei mercati*”⁴⁰⁸.

Si deve peraltro rilevare come, nei casi in cui l’obbligo di astensione sia rimovibile dietro specifica autorizzazione del cliente e sia stato concretamente rimosso, non potrà ritenersi che l’intermediario abbia violato tale obbligo e, pertanto, la sua responsabilità verrà valutata alla stregua delle regole generali in tema di inadempimento di doveri di comportamento, con conseguente necessità che il cliente provi il nesso causale tra inadempimento e danno.

dette modalità operative al solo fine di negare ogni possibile nesso causale tra l’operazione eventualmente implicante un conflitto di interessi ed i danni sofferti dal cliente. Infatti, se la situazione di conflitto fosse configurabile, non sarebbero le concrete e specifiche modalità esecutive a venire in questione, ma il compimento stesso dell’operazione che non avrebbe dovuto affatto aver luogo. Ai fini dell’individuazione di un eventuale danno risarcibile subito dal cliente e del nesso di causalità tra detto danno e l’illegittimo comportamento imputabile all’intermediario, assumono rilievo le conseguenze del fatto che l’intermediario medesimo non si sia astenuto dal compiere un’operazione dalla quale, in quelle circostanze, avrebbe dovuto astenersi (sempre che, s’intende, risulti provato che nel caso in esame aveva l’obbligo di astenersene), non quelle derivanti dalle modalità con cui l’operazione è stata in concreto realizzata o avrebbe potuto esserlo ipoteticamente da altro intermediario”.

⁴⁰⁷In giurisprudenza, TRIB. VENEZIA, 24.6.2010; APP. REGGIO EMILIA, 14.12.2009; TRIB. TORINO, 27.10.2009, tutte consultabili sul sito internet www.ilcaso.it. Si vedano, inoltre, TRIB. MILANO, 14.2.2009, in *Corr. giur.*, 2009, 973, con nota di MAFFEIS, *Violazione del divieto di agire in conflitto d’interessi nella negoziazione di strumenti finanziari – Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*; TRIB. VENEZIA, 28.2.2008, in *Contratti*, 2008, 555, con nota di MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l’intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*. Contra, APP. FIRENZE, 20.10.2009, consultabile sul sito internet www.ilcaso.it.

⁴⁰⁸L’osservazione è di MAFFEIS, *Violazione del divieto di agire in conflitto d’interessi nella negoziazione di strumenti finanziari – Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 973 ss. In

4.2 L'incidenza del comportamento del cliente sulla quantificazione del danno

La sussunzione delle ipotesi di inadempimento di doveri informativi da parte dell'intermediario nell'ambito della categoria della responsabilità contrattuale, induce a ritenere applicabili le regole di diritto comune dettate in materia di inadempimento.

Tra esse, di particolare interesse risulta l'applicazione al caso di specie delle disposizioni di cui all'art. 1227 c.c.⁴⁰⁹, dedicato al concorso del fatto colposo del creditore.

Il primo comma dell'art. 1227 c.c., si pone *ex ante* rispetto alla verifica dell'evento di danno e disciplina i casi in cui il fatto del creditore incida da un punto di vista causale sulla verifica di esso. Applicando la disposizione alla materia che ci occupa, emerge che essa non sarà inapplicabile nei casi in cui l'intermediario ometta di ottemperare ad un divieto, ove si ritenga che in tale ordine di ipotesi il nesso causale sia *in re ipsa*.

Diversamente, il secondo comma dell'articolo in questione si pone *ex post* rispetto alla verifica dell'evento di danno e disciplina i casi in cui il creditore si comporti in maniera tale da cagionare (o non impedire) l'aggravarsi delle conseguenze dannose. In questa ipotesi, qualora il creditore non dimostri che avrebbe potuto evitare il danno usando la normale diligenza, alcun risarcimento gli potrà essere riconosciuto⁴¹⁰.

Secondo questa impostazione, la disposizione in esame si limita a far applicazione concreta alla colpa del danneggiato del più generale principio di causalità, che implica che il danneggiato si comporti secondo l'ordinaria dili-

⁴⁰⁹I due commi di tale norma, come è noto, dispongono: “*Se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate. Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza*”.

⁴¹⁰Secondo TRAVERSO, *Causalità e colpevolezza nel concorso di colpa del danneggiato*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1994, II, 235, anche il secondo comma dell'art. 1227 c.c., opererebbe sul piano della causalità, nel senso che tali ulteriori conseguenze dovrebbero essere escluse dal computo del risarcimento del danno in quanto cagionate dal creditore.

genza e non impone che esso si accolli attività straordinarie e particolarmente onerose, per limitare gli effetti dannosi della illegittima condotta altrui⁴¹¹.

Questa lettura, come è stato notato, presenta il rischio che, dovendosi cercare un'interruzione del nesso causale tra inadempimento e danno, “*ci si limiti a sanzionare il comportamento del creditore quando l'aggravamento dipenda da una sua condotta attiva e che, per conseguenza, la norma non venga applicata quando il danneggiato abbia solamente omissso di modificare la serie causale innescata dall'inadempimento*”⁴¹².

Diversamente, una parte sempre più ampia della giurisprudenza⁴¹³ ha inquadrato la fattispecie di cui al secondo comma della norma esaminata nell'ambito del dovere di buona fede oggettiva di cui all'art. 1175 c.c. Ciò che si richiede al creditore, in un'ottica di buona fede, è di evitare, per quanto gli sia possibile senza eccessivo incomodo, l'aggravamento ulteriore della posizione debitoria del danneggiante⁴¹⁴. Si afferma infatti che il comportamento del creditore costituisce un autonomo dovere giuridico, posto a suo carico dalla legge quale espressione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede, perciò costituente fatto totalmente o parzialmente impeditivo della responsabilità del danneggiante.

Anche la dottrina ha da tempo evidenziato come l'idoneità di tali regole operi anche nei giudizi tra intermediario e cliente⁴¹⁵, in considerazione, tra

⁴¹¹Cfr. in giurisprudenza, CASS. 9.2.2004, n. 2422 e CASS. 11.1.2002, n. 317, entrambe reperibili in www.dejure.it. In dottrina, si legga VISINTINI, *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, 2002, 694.

⁴¹²Così VILLA, *Danno e risarcimento contrattuale*, in ROPPO (a cura di), *Rimedi* – 2, in Tr. del contratto diretto da ROPPO, Giuffrè, 2006, 920.

⁴¹³Si veda, da ultimo, CASS. n. 20684 del 25.9.2009, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 144, con nota di FOFFA, *Un nuovo stop della Cassazione ai danni bagatellari*. Cfr. altresì CASS. 15.10.2004, n. 20324.

⁴¹⁴In dottrina si legga, BIANCA, *Diritto civile, La responsabilità*, Cedam, 1994, 143, secondo il quale “*il dovere del danneggiato di cooperare per limitare la responsabilità del danneggiante rientra nel generale dovere di correttezza, quale impegno di solidarietà che impone alla parte di salvaguardare l'utilità dell'altra nei limiti di un apprezzabile sacrificio. L'imputazione totale o parziale del danno al danneggiato è la sanzione per la violazione di tale impegno di solidarietà*”.

⁴¹⁵Cfr. SANTUOSSO, *La buona fede del consumatore e dell'intermediario nel sistema della*

l'altro, dell'iniquità che comporterebbe l'addossare all'intermediario anche i rischi della condotta negligente dell'investitore. In effetti, volendo evitare di valutare la responsabilità dell'intermediario in una "*ottica assistenziale*"⁴¹⁶, questa appare l'unica soluzione praticabile. Si rammenta tuttavia che la normativa in materia mira ad ottenere una elevata protezione dell'investitore: anche di tale aspetto si dovrà tener conto nel valutare quale rilievo attribuire al comportamento del cliente.

Nel descritto contesto, l'art. 1227, comma 1, c.c., è stato ritenuto invocabile tanto nel caso in cui l'intermediario abbia tenuto un comportamento colposo, quanto nel caso in cui abbia tenuto un comportamento doloso⁴¹⁷.

responsabilità oggettiva, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 66; PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, 2005, 534, che osserva come "*tale comportamento ha certamente concorso con la condotta negligente tenuta dal dipendente a favorire il danno: in questo senso l'assenza di una minima ordinaria diligenza del risparmiatore si sarebbe forse dovuta negativamente valutare alla luce del primo comma dell'art. 1227 c.c.*" . Inoltre GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in GABRIELLI-LENER, *I contratti del mercato finanziario*, I, cit., 109 ss.; FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 103 ss.; TOLA, *Responsabilità della Sim per i danni commessi dal promotore finanziario, corresponsabilità della banca e concorso di colpa del danneggiato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 121 ss.

⁴¹⁶L'espressione è di TOLA, *Responsabilità della Sim per i danni commessi dal promotore finanziario, corresponsabilità della banca e concorso di colpa del danneggiato*, cit., 128.

⁴¹⁷Così espressamente TRIB. SASSARI, 16.1.2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 108, con nota di TOLA, cit. in nota precedente. Rileva sul punto il giudice di merito (pg. 115) che: "*giova, al riguardo, ricordare che in dottrina e in giurisprudenza si rilevano due linee interpretative. Secondo una prima impostazione la previsione di cui all'art. 1227 comma primo c.c. non può trovare applicazione nelle fattispecie in cui la condotta colposa del risparmiatore si fronteggia con quella dolosa del promotore (omissis). La tesi contraria, maggiormente sensibile rispetto all'esigenza di contemperare la tutela dei risparmiatori con quella degli intermediari finanziari, ammette, invece, l'applicabilità della norma suddetta (omissis). Il primo orientamento non è condivisibile, non ritenendosi che sussistano ostacoli all'ammissibilità del concorso del fatto colposo del danneggiato con il fatto doloso del danneggiante. Come ha, infatti, osservato anche la Suprema Corte con pronunce risalenti, ma non smentite da decisioni successive di segno contrario, nella produzione dell'evento dannoso l'azione colposa del danneggiato può conservare la sua rilevanza giuridica e in particolare la sua efficienza causale, anche quando concorra con altra azione dolosa, e non soltanto colposa dell'autore dell'illecito. Tale assunto soddisfa sia sul piano logico che su quello sistematico, non trovando ostacolo in alcuna disposizione di legge e, tanto meno, nell'art. 1227 primo comma c.c. il cui tenore non autorizza a ritenere che il fatto colposo*

La casistica mostra come l'orientamento giurisprudenziale sia comunque nel senso di valorizzare i profili di corresponsabilità del cliente-creditore (sempre che il suo concorso di colpa risulti provato e non meramente allegato dalla controparte) ogni qualvolta il comportamento di questi sia evidentemente imprudente o negligente.

Un'ipotesi per esempio ha riguardato il caso di un investitore, avvezzo all'investimento in operazioni piuttosto rischiose, che ha insistito affinché l'intermediario gli procurasse la sottoscrizione di titoli emessi il giorno prima, nonostante quest'ultimo non fosse ancora in grado di fornirgli informazioni attendibili sul livello di pericolosità dell'investimento⁴¹⁸.

Un altro indice importante riguardo al grado di diligenza che è lecito attendersi dalla clientela proviene dalle sentenze che si sono occupate della responsabilità della Consob per omessa vigilanza⁴¹⁹, alla luce delle quali si può chiaramente evincere come l'investitore debba, in presenza di notizie allarmanti sulla stampa specializzata, attivarsi per verificarne la veridicità e, se le circostanze lo consigliano, astenersi dal compiere investimenti, oppure ordinare un pronto disinvestimento.

Il concorso di colpa dell'investitore è stato, poi, ravvisato nel comportamento del cliente che, pur avendo ricevuto informazioni incomplete e fuorvianti, era stato, tuttavia, correttamente e a più riprese informato dall'intermediario delle dimensioni eccessive di un'operazione rispetto al suo patrimo-

del danneggiato possa avere rilevanza solo in caso di concorso con fatto parimenti colposo del danneggiante e non anche laddove acceda ad una condotta dolosa di quest'ultimo". Il riferimento relativamente alla giurisprudenza di legittimità è a CASS. n. 1647 del 1.6.1968, in Foro it., 1968, I, 1760; nonché a CASS. n. 2027 del 29.7.1967, in Foro it., 1968, I, 495.

⁴¹⁸TRIB. BIELLA, 12.7. 2005, consultabile sul sito internet www.ilcaso.it. Lo stesso Tribunale, con sentenza 17.7.2008, *ibidem*, ha ribadito il principio nell'analogo caso di un investitore piuttosto esperto che aveva acquistato strumenti finanziari per lui nuovi senza assumere dall'intermediario le opportune informazioni.

⁴¹⁹Si veda per esempio, CASS. n. 4587 del 25.2.2009, in *Resp. civ. e prev.*, 2009, II, 1798, con nota di POTO, *Responsabilità della Consob: ancora irrisolto il problema relativo all'elemento soggettivo* e in *Giur. it.*, 2009, 2307, con nota di SCILARI, *La limitazione della responsabilità civile della autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6 bis, della legge n. 265/2005: un primo monito della Cassazione?*.

nio e, nonostante il ripetuto invito a diversificare il rischio, aveva deciso di investire ugualmente in un'unica operazione speculativa⁴²⁰.

4.3 La responsabilità precontrattuale per comportamenti cui sia seguita la stipulazione di un valido contratto: il contributo giurisprudenziale

Come rilevato anche dalle Sezioni Unite nella pronuncia n. 26724 del 2007, la violazione di doveri informativi di cui la legge prevede l'adempimento a monte della stipulazione del contratto quadro sia fonte di responsabilità precontrattuale *ex art. 1337, c.c.*, a norma del quale “*le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede*”.

Il ragionamento delle Sezioni Unite si è incentrato, come già evidenziato, dalla necessità di preservare il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento.

Da tale premessa è scaturita, però, un'applicazione innovativa dell'art. 1337 c.c., laddove è stato consentito il ricorso alla disciplina sulla *culpa in contrahendo* anche nelle ipotesi in cui alla mancanza di buona fede nelle trattative sia comunque seguita la stipulazione di un valido contratto, ricorso peraltro già ammesso da parte della dottrina⁴²¹.

⁴²⁰TRIB. MONZA, 4.3.2009, consultabile sul sito internet www.ilcaso.it.

⁴²¹Si vedano, per esempio, MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360; BENATTI, LA RESPONSABILITÀ PRECONTRATTUALE, Giuffrè, 1963, 13 ss. e 148 ss.; ID., *Culpa in contrahendo*, in *Contr. e impr.*, 1987, 287 ss.; STOLFI, *Il principio di buona fede*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, 165, nt. 4 e 168; DE MARTINI-RUOPPOLO, *Rassegna di giurisprudenza sul codice civile*, IV, 2, Giuffrè, 1971, 189; VISENTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972, 108 ss.; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Cedam, 2002, 462; DE MAURO, *Responsabilità precontrattuale in caso di conclusione del contratto*, in DE MAURO–FORTINGUERRA–TOMMASI, *La responsabilità precontrattuale*, Cedam, 2007, 180 ss.; PATTI & PATTI., *Commento sub art. 1337*, in *Responsabilità precontrattuale e contratti standard, ne Il codice civile*. Commentario diretto da SCHLESINGER, Giuffrè, 1993, 95 ss. Si veda tuttavia D'AMICO, *La responsabilità precontrattuale*, in ROPPO (a cura di), *Rimedi*

Diversamente la giurisprudenza, sulla base del confronto tra l'art. 1337 c.c. ed il successivo art. 1338 c.c., ritenuto in rapporto di specie a genere rispetto al primo, e giusto il quale *“la parte che, conoscendo o dovendo conoscere l'esistenza di una causa di invalidità del contratto, non ne ha dato notizia all'altra parte è tenuta a risarcire il danno da questa risentito per aver confidato, senza sua colpa, nella validità del contratto”*, considerava applicabile tale istituto solo ove, a causa del comportamento scorretto di una parte, non si fosse addivenuti alla stipulazione di un contratto, ovvero si fosse addivenuti alla stipulazione di un contratto invalido⁴²².

Mette conto evidenziare, tuttavia, che, volendosi attenere al dato testuale, la formulazione dell'art. 1337 c.c. non pare in sé giustificare una lettura così restrittiva del dettato normativo. Nel codice civile, infatti, si possono

– 2, cit., 1008 e seguente, secondo il quale *“La ratio dell'impostazione tradizionale è intuitivamente dotata di una elevata dote di persuasività. E, invero, le regole sui vizi del consenso (e, in specie, quelle riguardanti la violenza morale e il dolo) mirano a tutelare il consenso «sanzionando», in presenza dei presupposti da esse previsti, delle tipiche ipotesi di scorrettezza professionali (quali il ricorso a minacce per estorcere il consenso altrui, o a raggiri per indurre la controparte a contrattare) – difettando quei presupposti, e dunque esclusa la invalidità del contratto (per vizio del consenso), la (diversa e, si suppone, meno grave) «scorrettezza» che, in ipotesi, abbia caratterizzato il comportamento di una delle parti in fase precontrattuale debba ritenersi come tale (giuridicamente) irrilevante, e, una volta concluso il contratto, non possa essere fatto valere se non (eventualmente) con rimedi (diversi dalla responsabilità per culpa in contrahendo, e, in particolare, attraverso rimedi «contrattuali».”*

⁴²²Si vedano, per esempio, CASS. CIV, Ss. UU, n. 2363 del 20.7.1971, in *Giur. it.*, 1972, I, 907, la cui massima ufficiale risulta essere: *“Il danno relativo al periodo delle trattative precontrattuali (art 1337 cod civ) può venire in considerazione solo se si verifica una interruzione delle dette trattative, od un qualsiasi altro comportamento contrastante con le regole della correttezza negli affari. Quando, invece, il corso delle trattative si conclude con la stipulazione del contratto, e non è in contestazione la correttezza nello svolgimento delle trattative stesse, manca il fatto generatore di una responsabilità, e quindi di un debito di risarcimento sotto l'indicato profilo”*. In analoga direzione, CASS.n. 1494 del 18.5.1971, consultabile sul sito internet www.italgiure.giustizia.it; CASS. n. 2920 del 30.10.1963, in *Riv. giur. ed.*, 1964, I, 41; CASS. n. 3445 del 20.12.1973, in *Giur. it.*, 1974, I, 730; CASS. n. 5610 del 18.10.1980, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 167; CASS. n. 5503 del 21.10.1981, consultabile sul sito internet www.italgiure.giustizia.it; CASS. n. 16937 del 25.7.2006, in *Corr. giur.*, 2007, 539, con nota di ROLFI, *La Cassazione e la responsabilità precontrattuale: idee del tutto chiare?* e in *Contratti*, 2007, 550, con nota di FONTANELLA *Il problema del cumulo fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*.

riscontrare chiari indici sistematici che inducono a propendere per la tesi di chi vuole la norma sulla *culpa in contrahendo* applicabile anche all'ipotesi di contratto validamente concluso.

In questo senso, si ricorda l'art. 1440 c.c., il quale prevede che, nel caso di dolo incidente, il contratto sia valido, ma il contraente che ha subito il dolo possa ottenere il risarcimento del danno. Lo stesso si dice con riferimento all'art. 1812 c.c., dettato in materia di comodato, o all'art. 1821 c.c. in materia di mutuo, che, fermo il contratto, prevedono il diritto al risarcimento per il comodatario o il mutuatario cui sia derivato danno in conseguenza di vizi delle cose comodate o mutate che la controparte abbia sottaciuto⁴²³.

In queste ipotesi il risarcimento del danno, con ogni evidenza, è previsto in conseguenza di una violazione di doveri precontrattuali, tra i quali rientra il dovere di comunicare i vizi della cosa.

A sostegno della soluzione prospettata dalla Corte di Cassazione, d'altronde, è stato correttamente notato come, ad argomentare diversamente, la condotta illecita di una parte andrebbe esente da sanzioni “*a meno di voler ammettere che essa giustifichi sempre l'invalidità del contratto anche quando di scarsissima gravità*”⁴²⁴.

Come è stato rilevato, è ragionevole, piuttosto, ritenere che l'oggetto della

⁴²³Sulla rilevanza di tali indici normativi ai fini del discorso che si sta svolgendo si vedano, ad esempio, DE MAURO, *Responsabilità precontrattuale in caso di conclusione del contratto*, cit., 183 s.; PATTI-PATTI, *Commento sub art. 1337*, in *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, cit., passim; BENATTI, *Culpa in contrahendo*, cit. 288; RESCIGNO, voce *Obbligazioni (diritto privato). Nozioni generali*, in *Enc. del dir.*, XXIX, Giuffrè, 1979, 198; RAVAZZONI, *La formazione del contratto, II, Le regole di comportamento*, Giuffrè, 1974, 15. In senso contrario, però, D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Ed.Sc.It., 1996, 118-119, il quale ritiene che: “l'art. 1440 vada letto non già come dimostrazione della compatibilità tra validità del contratto e culpa in contrahendo, ma semmai come conferma che la sanzione risarcitoria si ricollega a comportamenti che danno i regola luogo ad invalidità del contratto, come sarebbe il caso del c.d. dolo incidente se l'invalidità non fosse eccezionalmente preclusa dal legislatore”.

⁴²⁴Così ROPPO – AFFERNI, *Dai contratti finanziari ai contratti in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 28. Analoghe considerazioni, sia pur di carattere generale, già in GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Ed.Sc.It., 1990, passim.

tutela predisposta dall'art. 1337 c.c. non sia soltanto l'affidamento, vero o presunto, nella futura conclusione di un contratto valido, quanto una generale aspettativa a che le trattative siano condotte in maniera seria e leale.

Peraltro, quanto poc'anzi affermato trova conferma nelle soluzioni fatte proprie dal c.d. diritto europeo dei contratti. All'art. 2:301 dei *Principles of European Contract Law*, infatti, è dato evincere che chi si comporta in maniera scorretta in corso di trattative rimane comunque responsabile per le perdite subite dalla controparte anche in seguito alla stipulazione del contratto⁴²⁵, così come previsto dai cc.dd. *Acquis Principles*, parzialmente trasfusi nel *Draft of Common Reference* che offre una disciplina specifica per i doveri di informazione precontrattuale, ai sensi della quale eventuali inadempimenti di cui si sia reso responsabile un professionista obbligano al risarcimento dei danni a prescindere dalla circostanza che sia stato o meno concluso un successivo contratto⁴²⁶.

⁴²⁵Di questo aspetto si sono occupati RICCIUTO, *La responsabilità precontrattuale nella prospettiva dei Principles of European Contract Law*, in MAZZAMUTO (a cura di), *Il contratto e le tutele*, Utet, 2002, 142 e CASTRONUOVO nella prefazione a *Principi di diritto europeo dei contratti* – parte I e II, Giuffrè, 2001, XXX

⁴²⁶Così il testo dell'art. 3:109: “II. – 3:109: Remedies for breach of information duties (1) If a business has a duty under II. – 3:103 (Duty to provide information when concluding contract with a consumer who is at a particular disadvantage) to provide information to a consumer before the conclusion of a contract from which the consumer has the right to withdraw, the withdrawal period does not commence until all this information has been provided. Regardless of this, the right of withdrawal lapses after one year from the time of the conclusion of the contract. (2) If a business has failed to comply with any duty imposed by the preceding Articles of this Section and a contract has been concluded, the business has such obligations under the contract as the other party has reasonably expected as a consequence of the absence or incorrectness of the information. Remedies provided under Book III, Chapter 3 apply to non-performance of these obligations. (3) Whether or not a contract is concluded, a business which has failed to comply with any duty imposed by the preceding Articles of this Section is liable for any loss caused to the other party to the transaction by such failure. This paragraph does not apply to the extent that a remedy is available for non-performance of a contractual obligation under the preceding paragraph. (4) The remedies provided under this Article are without prejudice to any remedy which may be available under II. – 7:201 (Mistake). (5) In relations between a business and a consumer the parties may not, to the detriment of the consumer, exclude the application of this Article or derogate from or vary its effects”. Il testo completo del DCFR è disponibile sul sito web ufficiale dell'Unione Europea www.europa.eu.

4.4 La responsabilità precontrattuale nell'ipotesi di contratto validamente concluso: l'individuazione del danno risarcibile

L'orientamento della giurisprudenza di legittimità sopracitato ha riscontrato il favore della dottrina⁴²⁷, la quale ha apprezzato la circostanza che esso abbia reso finalmente l'art. 1337 c.c. uno strumento idoneo a colpire, in virtù della clausola generale di buona fede in esso contenuta, scorrettezze di varia natura.

Il radicale mutamento della posizione della Suprema Corte, suggerisce alcune riflessioni. Innanzitutto, è interessante notare che, nella materia dell'intermediazione finanziaria e con specifico riferimento ai contratti di negoziazione (che presentano la doppia struttura contratto quadro-ordini), il danno risarcibile, derivante da difetto di informazione, deve essere valutato in relazione all'incidenza della violazione del dovere informativo sulle singole operazioni di investimento, e non sul contratto quadro. In altri termini, la disciplina della *culpa in contrahendo* si presta in questi casi a risarcire danni derivanti dalla stipulazione di contratti diversi rispetto a quello sulla determinazione del quale la violazione del dovere informativo abbia direttamente influito.

Posto questo, occorre, a livello applicativo, un ripensamento di alcuni approdi teorici ritenuti ormai consolidati, come ad esempio l'impostazione data al fondamentale problema del danno risarcibile. L'insegnamento tradizionale⁴²⁸ è nel senso che, in caso di violazione dell'art. 1337, codice civile, sia

⁴²⁷Si veda FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale: una nuova stagione*, in *Resp. civ.*, 2006, 295, che, con la consueta chiarezza, coglie esattamente gli elementi di novità del nuovo corso della giurisprudenza di legittimità. In argomento, in tempi anteriori alla presa di posizione della Corte di Cassazione sul punto, cfr. anche REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 617.

⁴²⁸JHERING, *Culpa in contrahendo oder Schandenersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*, 1861, IV, 1. Approfondimenti in FORTINGUER-

risarcibile soltanto il c.d. interesse contrattuale negativo. L'interesse negativo ha la funzione di porre l'altra parte nella stessa posizione in cui si sarebbe trovata se non avesse stipulato il negozio o se non avesse confidato nella sua futura conclusione (inciso aggiunto in ragione della riconosciuta applicabilità dell'art. 1337 c.c. all'ipotesi di rottura ingiustificata nelle trattative). Tale danno si quantifica, in concreto, sommando le spese sostenute al valore delle occasioni perdute per aver confidato nella validità – o nella futura conclusione – del contratto.

Come è stato da più parti rilevato, tale impostazione perde di efficacia ove, come nelle ipotesi che qui si stanno prendendo in considerazione, un contratto successivo sia stato validamente stipulato. Alcuni Autori hanno sostenuto che, anche in dette ipotesi, si dovrebbe comunque fare riferimento all'interesse contrattuale negativo, purché tale concetto venga opportunamente dilatato sino a ricomprendervi i danni sorti in relazione ai casi di volta in volta presi in considerazione⁴²⁹.

Altra parte della dottrina, invece, partendo dal diverso presupposto che la definizione tradizionale di interesse contrattuale negativo sia un concetto fisso, ne sostiene l'assoluta incompatibilità con le ipotesi di responsabilità precontrattuale seguite dalla stipulazione di un valido contratto e, più in generale, ritiene che non esista alcun principio generale che indichi indiscutibilmente che alla violazione della regola di buona fede nelle trattative il risarcimento debba essere limitato all'interesse negativo.

Tuttavia, l'aspetto principale consiste nel comprendere come quantificare il danno subito dall'investitore⁴³⁰.

RA, *Le conseguenze della violazione del dovere precontrattuale di buona fede*, in DE MAURO-FORTINGUERRA-TOMMASI, *La responsabilità precontrattuale*, cit., 359.

⁴²⁹GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, cit., 350, secondo il quale “la distinzione tra interesse negativo ed interesse contrattuale positivo resta ferma: la sua ragione d'essere sta nella diversa tipologia degli interessi che, nell'uno e nell'altro ambito, trovano protezione”.

⁴³⁰Ritiene che la distinzione tra interesse contrattuale positivo e negativo sia più nominalistica che di sostanza, “essendo primaria l'esigenza di provvedere nella forma più efficace a riparare il danno”, anche DI MAJO, *Le tutele contrattuali*, Utet, 2009, 181. FORTIN-

In effetti, pare che sia difficilmente revocabile in dubbio che il risarcimento debba essere rapportato alle migliori condizioni che il contraente avrebbe potuto ottenere senza la scorrettezza, e/o ai maggiori oneri sostenuti a causa della scorrettezza medesima. Tale criterio, suggerito da autorevole dottrina⁴³¹, è stato fatto proprio anche dalla Corte di Cassazione, la quale ha ritenuto che: “*il risarcimento del danno deve essere commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell’obbligo di buona fede*”⁴³².

Il criterio, anche se potrebbe apparire indeterminato, presenta l’indubbio vantaggio di permettere all’interprete un adeguamento del risarcimento che meglio si attagli alle peculiarità del caso concreto.

Le Corti di merito⁴³³ che per prime hanno dato applicazione al principio di diritto messo a punto dalla Cassazione hanno mostrato una certa elasticità nella quantificazione del danno, posto che, per addivenire alla stessa, è necessario prendere in considerazione una molteplicità di fattori, tra i quali risalta *in primis* quello della probabile diversa collocazione che le somme (malamente) investite avrebbero potuto avere ove non vincolate nell’operazione finanziaria posta in essere in conseguenza del *deficit* informativo.

Appare, quindi, di tutta evidenza come l’elasticità del criterio elaborato dalla Cassazione rappresenti, in questi casi, un vantaggio, permettendo alla fase attuativa del rimedio individuato di assumere le caratteristiche delle quali necessita la liquidazione di un danno derivante dalla violazione di una

GUERRA, *Le conseguenze della violazione del dovere precontrattuale di buona fede*, cit., 360, sostiene, che, nel pensiero di JHERING, il solo discrimen tra interesse positivo e interesse negativo è che il primo presuppone l’invalidità del contratto, il secondo la validità. In generale, sul problema della quantificazione del danno nella responsabilità precontrattuale si veda GALLO, *Responsabilità precontrattuale: il quantum*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 487.

⁴³¹BIANCA, *Diritto civile*, III, Il contratto, 2a ed., Giuffrè, 2001, 667.

⁴³²Si tratta delle note sentenze CASS. SS.UU. nn. 26724 e 26725 del 19.12.2007.

⁴³³Si vedano, ad esempio, TRIB. BIELLA, 29.9.2006; TRIB. TRANI, 6.6.2007; TRIB. VICENZA, 15.6.2007; TRIB. ROMA, 20.3.2008; TRIB. SIRACUSA, 13.5.2008; TRIB. VICENZA, 29.1.2009; TRIB. UDINE, 5.3.2010, tutte consultabili sul sito internet www.ilcaso.it; APP. MILANO, 19.12.2006, in *Danno e resp.*, 2007, 562, con nota di GRECO, *Risparmio tradito e tutela: il “subbuglio” Giurisprudenziale*.

clausola generale, che è norma elastica per eccellenza⁴³⁴.

⁴³⁴Della stessa opinione TRIB. PISA, 9.3.2008, consultabile sul sito internet www.ilcaso.it, la cui massima recita: *“ove, in tema di violazione dei doveri informativi dell’intermediario, l’investitore non deduca e provi elementi tali da far ritenere che, se esaurientemente informato, egli avrebbe indirizzato in altra direzione le scelte di investimento, né dimostri quale minor vantaggio o maggior aggravio sia conseguito alla mancata informazione, si deve ritenere non assolto l’onere probatorio di cui all’art. 2967 cod. civ. in ordine alla sussistenza del danno, al suo concreto manifestarsi e soprattutto in relazione al nesso di causalità tra inadempimento e danno medesimo”*.

CAPITOLO QUINTO: Il contenuto dell'obbligo di informazione “adeguata” e i rimedi conseguenti alla sua violazione: l'esperienza tedesca.

SOMMARIO: PARTE PRIMA: IL CONTENUTO DELL'OBBLIGO DI INFORMAZIONE – 1. UNA BREVE PREMessa – 2. IL CONTENUTO DELL'OBBLIGO DI INFORMAZIONE EX § 31 WPHG – 2.1 L'OBBLIGO DI ESEGUIRE L'INTERESSE DEL CLIENTE (§ 31, I, NR. 1 WPHG) – 2.2 IL § 31, II, NR. 1 E NR. 2 – 3. LA NATURA GIURIDICA E IL CONTENUTO DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI AL VAGLIO DELLA DOTTRINA TEDESCA – 3.1 LE PRIME RICOSTRUZIONI DOTTRINALI: LA NATURA PUBBLICISTICA DELL'OBBLIGO – 3.2 (SEGUE) L'ORIENTAMENTO PIÙ RECENTE: LA TEORIA DELLA DOPPIA NATURA GIURIDICA DELLA NORMA – 3.3 IL CONTENUTO: I DIVERSI TIPI DI INFORMAZIONE – 4. IL CONTENUTO DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI AL VAGLIO DELLA GIURISPRUDENZA TEDESCA – 4.1 I PRIMI ORIENTAMENTI DELLA GIURISPRUDENZA – 4.2 (SEGUE) IL PIÙ RECENTE ORIENTAMENTO DELLA GIURISPRUDENZA TEDESCA: LA TESI DEL BERATUNGSVERTRAG – PARTE SECONDA: IL RIMEDIO RICONOSCIUTO A FAVORE DELL'INVESTITORE: IL SOLO RISARCIMENTO DEL DANNO – 5. CENNI INTRODUTTIVI – 6. LA RICONDUCIBILITÀ DELLA FATTISPECIE ALLA VIOLAZIONE DEL § 823, SECONDO COMMA BGB PER INOSSERVANZA DI UNA NORMA DI LEGGE – 7. LA PRETESA RISARCITORIA PER VIOLAZIONE DEL § 311, SECONDO COMMA BGB E LA CONSEGUENTE LIQUIDAZIONE DEL DANNO: IL RICHIAMO ALL'ISTITUTO DELLA C.D. NATURALRESTITUTION EX § 249 BGB

PARTE PRIMA: Il contenuto dell'obbligo di informazione

1. Una breve premessa

Come abbiamo anticipato nel capitolo introduttivo, il § 31 WpHG costituisce la trasposizione di quanto contenuto all'art. 11 della direttiva europea 93/22/CEE, oggi abrogata dalla direttiva 2004/39/CE, la quale individua tra i suoi scopi, l'incremento della funzionalità dei mercati finanziari, nonché la tutela dell'investitore.

Nei paragrafi che seguono, quindi, si esaminerà il contenuto della norma di diritto tedesco, avendo riguardo soprattutto all'interpretazione che della medesima hanno fatto la dottrina e la giurisprudenza tedesche.

Interessante sarà non solo soffermarsi sull'armonizzazione della norma europea all'interno dell'ordinamento tedesco, ma anche verificare quali rimedi siano riconosciuti all'investitore in caso di violazione della cennata disposizione. Sul punto, in particolare, il legislatore comunitario non ha previsto alcunché: è ragionevole intuire quindi che la comparazione con un altro ordinamento europeo potrà offrire spunti di riflessione utili anche per una possibile individuazione di soluzioni diverse da quelle attualmente prospettate e adottate in Italia.

2. Il contenuto dell'obbligo di informazione ex § 31 WpHG

2.1 L'obbligo di eseguire l'interesse del cliente (§ 31, I, Nr. 1 WpHG)

Il disposto testuale di cui al § 31 WpHG ricalca gli stessi connotati dell'italiano art. 21 T.U.F.: evidente è la comune matrice di derivazione europea⁴³⁵.

Il principio cardine del complesso sistema relativo agli obblighi informativi a carico dell'intermediario, inteso come l'obbligo di quest'ultimo di agire attraverso competenza, diligenza e coscienza nell'interesse del cliente, ispira, infatti, anche la prima parte del § 31 WpHG⁴³⁶.

Il tenore letterale della norma evidenzia chiaramente la sussistenza di un obbligo dell'intermediario di comprendere accuratamente quale sia la volontà e l'interesse dell'investitore nel voler porre in essere una determinata operazione.

⁴³⁵C'è stato in dottrina, LEISCH, cit., chi ha sostenuto che il legislatore europeo, nell'introdurre l'obbligo a carico dell'intermediario di servire l'interesse del cliente, abbia recepito il concetto della *conduct-of-business-rule* già riconosciuto, per esempio, nel diritto degli Stati Uniti d'America a partire dal 1939. Sul punto si era espresso anche lo IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), il quale negli anni '90 aveva predisposto un regolamento che al Principle 1 recitava: "*In conducting its business activities, a firm should act honestly and fairly in the best interest of its customers and the integrity of the market*". Sull'origine dei principi IOSCO, si legga BLIESENER, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlin, 1998, 205 ss.

⁴³⁶Il § 31, I, Nr. 1 WpHG recita: "*Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen*". Invece, il successivo Nr. 2 si occupa della gestione del conflitto di interesse (così recita la disposizione: Il § 31, I, Nr. 2 WpHG recita: "*Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist verpflichtet, sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und vor Durchführung von Geschäften für Kunden diesen die allgemeine Art und Herkunft der Interessenkonflikte eindeutig darzulegen, soweit die organisatorischen Vorkehrungen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden*".

Ciò che dell'esperienza tedesca maggiormente colpisce l'attenzione dello studioso italiano, è tuttavia la circostanza che, pur nella sostanziale identità delle formulazioni normative, dovuta alla comune origine comunitaria delle norme, la dottrina tedesca⁴³⁷, a differenza di quella italiana, ha fin da subito saputo cogliere il fulcro della disciplina introdotta con la direttiva europea, correttamente individuandolo nella netta valorizzazione dell'“interesse del cliente”. In modo molto più intenso di quanto non sia avvenuto in Italia, la dottrina tedesca si è quindi dedicata ad indagare il contenuto di tale nozione di “interesse del cliente”, e di come essa incida sul contenuto degli obblighi informativi a carico dell'intermediario finanziario.

I tratti fondamentali di tale nozione si sono quindi piano piano delineati: come la dottrina tedesca ha evidenziato, l'interesse dell'investitore si concretizzerebbe attraverso il recepimento, da parte dell'intermediario, del bisogno del cliente che si intende tutelare (si parla di *Schützbedürftigkeit des Kunden*) e, in secondo luogo, attraverso la verifica dello scopo che il cliente medesimo intende raggiungere.

L'impostazione offerta dalla letteratura tedesca, se vogliamo, è capovolta rispetto a quella adottata dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiane. I commentatori tedeschi della norma infatti si sono occupati di obblighi di informazione degli intermediari solo dopo aver individuato la portata del concetto racchiuso nell'espressione “fare l'interesse del cliente”. Al contrario, la pur vastissima letteratura italiana si è occupata quasi esclusivamente di inquadrare lo speciale obbligo informativo tra i doveri d'informazione precontrattuale, dedicando solo marginali considerazioni in punto di “interesse del cliente”, rischiando però così di non comprendere appieno la portata

⁴³⁷Si legga in particolare, KÜMPEL, *Das Effektengeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes*, in WM, 1993, 2026 ss.; SCHWARK, *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in HADDING-HOPT-SCHIMANSKY, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995*, Berlin, 1996, 127; KÖNDGEN, *Wie viel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde? Bemerkungen zum Richtlinienentwurf des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zu § 35 Abs. 2 WpHG*, in ZBB, 1996, 361 ss.; CAHN, *Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG*, in ZHR, 1998, 39 ss.

innovativa della norma europea.

Ritengo che l'impostazione seguita dalla dottrina e dalla giurisprudenza tedesche rappresenti la chiave di lettura che consente di cogliere al meglio la *ratio* dei provvedimenti adottati dal legislatore europeo e soprattutto di affermare con maggior precisione e consapevolezza la specialità dell'obbligo informativo a carico dell'intermediario rispetto a qualsivoglia altro generico dovere di informazione che gli ordinamenti di *civil law* conoscono in relazione alla fase precontrattuale.

Una volta verificato che il concetto di "seguire l'interesse del cliente" rappresenta il cuore della disciplina in esame, risulta infatti più agevole comprendere che le singole informazioni che l'intermediario deve raccogliere dal cliente e deve a sua volta dare a quest'ultimo non sono altro che obblighi strumentali alla sua realizzazione e, pertanto, al raggiungimento della protezione del patrimonio e dell'autonomia contrattuale del cliente⁴³⁸.

Per fare ciò, il legislatore tedesco ha previsto, nei commi successivi, le modalità con le quali l'intermediario deve perseguire tale interesse del cliente, ovvero attraverso l'adempimento dei cennati obblighi d'informazione.

2.2 Il § 31, II, Nr. 1 e Nr. 2

Il secondo comma del § 31 WpHG si occupa dell'*Explorationspflicht* (§ 31, II, Nr. 1, espressione della nota regola "*Know your customer rule*") e dell'*Informationspflicht* (§ 31, II, Nr. 2, espressione della regola "*Know your merchandise rule*")⁴³⁹.

⁴³⁸Seguendo tale impostazione, il negozio giuridico che verrebbe a crearsi, in sostanza, dovrebbe realizzare l'esclusivo interesse di una sola delle parti. Una violazione dell'obbligo informativo, peraltro, andrebbe a ledere anche il principio cardine dell'innovata disciplina degli intermediari finanziari.

⁴³⁹Il tenore letterale delle disposizioni citate è il seguente "*Alle Informationen einschließlich Werbemitteilungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kunden zugänglich machen, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Werbemitteilungen müssen eindeutig als solche erkennbar sein. § 302 des Kapitalanlagegesetzbuchs und § 15 des Wertpapierprospektgesetzes bleiben unberührt. Sofern Informationen über Finanzin-*

L'*Explorationspflicht* si traduce nell'indagine che l'intermediario deve compiere nei confronti del cliente, al fine di comprendere il suo grado di conoscenza ed esperienza in materia di contratti di investimento. È stato correttamente osservato dalla dottrina⁴⁴⁰, come tale obbligo risponda alla necessità di cogliere non solo la c.d. *Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden*, ovvero il grado di informazione di cui il cliente ha bisogno, ma anche l'*Anlageziele des Kunden in Erfahrung*, ovvero lo scopo che il cliente intende raggiungere con l'investimento proposto.

L'*Informationspflicht*, invece, ha ad oggetto tutte le informazioni più generali inerenti i prodotti finanziari e i diversi gradi di rischio degli stessi: l'oggetto dell'informazione, infatti, non ha un contenuto "personalizzato" dal cliente⁴⁴¹.

strumente oder deren Emittenten gegeben werden, die direkt oder indirekt eine allgemeine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten, müssen 1. die Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Anforderungen des § 33b Abs. 5 und 6 sowie des § 34b Abs. 5, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach § 34b Abs. 8, oder vergleichbaren ausländischen Vorschriften entsprechen oder 2. die Informationen, sofern sie ohne Einhaltung der Nummer 1 als Finanzanalyse oder Ähnliches beschrieben oder als objektive oder unabhängige Erläuterung der in der Empfehlung enthaltenen Punkte dargestellt werden, eindeutig als Werbemitteilung gekennzeichnet und mit einem Hinweis versehen sein, dass sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und dass sie einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen nicht unterliegen". I comma successivi si occupano poi delle già esaminate regole dell'adeguatezza (*anlegergerechte Beratung*) e dell'appropriatezza (*Angemessenheit*).

⁴⁴⁰TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 205 ss.; ARENDTS, *Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung*, München, 1998, 18.

⁴⁴¹La dottrina ha avuto modo di catalogare, per così dire, i diversi tipi di rischio che rilevano. Al riguardo, si legga TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 210, secondo il quale "Zu den allgemeinen Risiken, welche die Bank dem Kunden gegenüber ansprechen muss, zählen das Ertragsrisiko, das Bonitätsrisiko, das Kursrisiko bei börsennotierten Papieren, das Liquiditätsrisiko, das Währungsrisiko bei ausländischen Emittenten, das Konjunktur- oder Branchenrisiko und das Länderrisiko. So ist z.B. der wenig anlageerfahrene Kunde darüber aufzuklären, dass politische Entwicklungen (insbesondere Wahlen oder internationale Krisen) auf den Börsenkurs von Einfluss sein können, u.U. sogar dann, wenn das Unternehmen, dessen Aktien der Kunde zu zeichnen beabsichtigt, in seiner Geschäftstätigkeit überhaupt nicht von der Krise betroffen

In questa sede, è interessante verificare quale interpretazione del contenuto di tali doveri è stata offerta dalla dottrina e dalla giurisprudenza tedesche.

3. La natura giuridica e il contenuto degli obblighi informativi al vaglio della dottrina tedesca

3.1 Le prime ricostruzioni dottrinali: la natura pubblicistica dell'obbligo

A differenza di quanto accaduto in Italia, in Germania si è avviata fin da subito una discussione circa la natura giuridica dell'obbligo di informazione introdotto con la direttiva comunitaria⁴⁴². Il dibattito dottrinale tedesco sul punto è infatti risalente: ci si è chiesti, in origine, se il § 31 WpHG fosse norma di diritto pubblico o potesse applicarsi anche nei rapporti tra privati.

I primi commentatori della disposizione avevano ritenuto che essa avesse esclusivamente natura di norma di diritto pubblico⁴⁴³. Tale qualificazione

ist". L'Autore prosegue ancora analizzando nel dettaglio tale obbligo informativo, avuto riguardo a specifiche fattispecie contrattuali. Sono, in ogni caso, informazioni *ex* § 31, II, Nr. 2, quelle relative ai meccanismi e ai tempi di esecuzione connessi ai diversi prodotti, nonché alle modalità di esecuzione degli ordini stessi.

⁴⁴²Una brevissima riflessione di diritto comparato sul punto viene svolta da ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e impr.*, 2008, 908-909.

⁴⁴³Alcuni Autori hanno tuttavia evidenziato fin dall'origine la necessità di individuare, al fine di tutelare maggiormente l'investitore leso nel suo diritto di informazione, quali fossero gli effetti civilistici derivanti dalla violazione della medesima. In particolare, LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 5 ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern – Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§ 31, 32 WpHG*, Berlin, 2000, 300 ss.; SCHÖN, *Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, Hamburg, 1998, 104 ss. Lo sviluppo della discussione ha piano piano portato al riconoscimento di una doppia componente della norma, una pubblicistica e l'altra privatistica: la natura pubblicistica della norma "ir-

impediva pertanto che la violazione della disposizione potesse comportare una sanzione di carattere civilistico nella sfera dell'intermediario. Alcun effetto giuridico civilistico era pertanto riconosciuto alla lesione dell'obbligo informativo *ex* § 31 WpHG.

Ben presto la dottrina tedesca, conscia del limite che l'impostazione poc'anzi citata portava con sé, si induceva a verificare se sussistesse un profilo privatistico della disciplina in esame che, nel concreto, avrebbe meglio tutelato il contraente c.d. debole, raggiungendo così l'obiettivo della direttiva europea.

L'esito di tale ricerca è rappresentato non solo dal parziale riconoscimento della produzione di effetti giuridici della norma sul piano civile, ma altresì dall'individuazione di una linea di demarcazione del confine tra le due componenti della norma.

Furono elaborate quindi due *Abgrenzungstheorien*, il cui minimo comune denominatore è ravvisabile nel tentativo di individuare criteri oggettivi ed univoci in grado di delineare il rapporto tra le due nature della norma. Segnalo sin d'ora che nessuna delle teorie della "delimitazione" è stata mai riconosciuta all'unanimità, né in dottrina, né in giurisprudenza: la motivazione è da rinvenire, a parere di chi scrive, nella complessità del fenomeno in esame e nelle sue ricadute sul piano pratico, proprio in punto di tutela efficace dell'investitore. Tuttavia, è proprio grazie al dibattito che ne è sorto che, come vedremo, l'orientamento oggi maggioritario riconosce la doppia natura giuridica del § 31 WpHG.

Il primo orientamento riconducibile alle *Abgrenzungstheorien* è rappresentato dalla c.d. *Subordinationstheorie*, la quale si fonda sulla coesistenza di due vincoli all'interno della medesima disposizione. Il primo sussiste tra intermediario e cliente, e risulta disciplinato dai plurimi obblighi di comportamento posti a tutela di quest'ultimo; l'altro tra intermediario e *Bundesanstalt*, il quale ha l'onere di controllare e vigilare sulla corretta esecuzione

radierebbe" quindi il rapporto di natura privatistica. Le criticità emergenti dalle prime ricostruzioni, tuttavia, sono riconducibili proprio alla determinazione del rapporto tra queste due componenti.

della normativa speciale in materia, in virtù di quanto disposto dai §§ 35, 36 e 36a del WpHG⁴⁴⁴. Tale parte della dottrina⁴⁴⁵ distingue pertanto il rapporto orizzontale “privatistico” tra investitore e intermediario, dal rapporto verticale di stampo “pubblicistico” tra operatori del mercato finanziario e Stato (rappresentato organicamente dal cennato *Bundesanstalt*).

A prescindere dall’evidente funzione pubblicistica della norma, secondo i sostenitori di tale teoria, pertanto, non può escludersi una natura privatistica della norma in esame, anche se non esclusiva⁴⁴⁶.

Il secondo orientamento è invece rappresentato dalla c.d. *Interessentheorie*, la quale ha giustificato la possibile doppia natura giuridica della disposizione in esame sulla base della sussistente contrapposizione tra interessi, pubblico e privato⁴⁴⁷. Secondo i fautori di tale corrente dottrinale, la natura pubblicistica della norma è riconoscibile nell’interesse di carattere pubblico perseguito dalla stessa, *i.e.* la tutela dell’integrità dei mercati; egualmente, la natura privatistica della norma emerge nel momento in cui la stessa si

⁴⁴⁴In dottrina, si veda MAURER, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, § 24, München, 2000; EHLERS, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht – Zugleich eine Besprechung des gleichnamigen Buches von Detlev Schmidt*, Verw., 1987, 373 ss. In senso critico, PEINE, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, Heidelberg, 2000, Rdn. 43.

⁴⁴⁵Sul ruolo di vigilanza e controllo della BaFIN (acronimo di *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), ente che ha sostituito il precedente BAWe (acronimo di *Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel*), si rinvia a LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, München, 2004, 11 ss.

⁴⁴⁶Cfr. LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, München, 2004, 68 ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern. Zivilrechtliche Grundlagen, typischen Anforderungen, Haftung*, München, 2003, 11, secondo il quale “§ 31 WpHG selbst regelt mithin keine vertikale Rechtsbeziehung, sondern gestaltet eine horizontale Rechtsbeziehung aus, nämlich die vertragliche oder vorvertragliche Sonderbeziehung zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunden”.

⁴⁴⁷Secondo i sostenitori della teoria dell’interesse, la linea di demarcazione tra diritto pubblico e privato sarebbe ben evidente in un passaggio del giurista romano Ulpiano, secondo il quale “*Publicum ius est quod ad statum rei Romanae spectat, privatum quod ad singulorum utilitatem: sunt enim quaedam publice utilia, quaedam privatim*”, in Dig. 1, 1, 1, 2.

propone di perseguire un interesse privato, *i.e.* la tutela del cliente⁴⁴⁸.

Ritengo che entrambe le ricostruzioni sopra accennate, anche se basate su differenti presupposti, abbiano avuto il merito di aver indagato l'effettiva natura giuridica della norma e sollecitato un'impostazione (quella circa la convivenza di un aspetto pubblicistico e di uno privatistico) che, agli occhi di un giurista italiano, può sembrare finanche ardita.

Come abbiamo visto nel capitolo precedente, infatti, nella letteratura e giurisprudenza italiana non è mai stato effettivamente evidenziato il carattere pubblicistico della disposizione di riferimento (art. 21 T.U.F.), nonostante, a parere di chi scrive, la *ratio* della norma, volta anche a tutelare la trasparenza e l'integrità dei mercati finanziari, non possa essere così facilmente tralasciata.

Le sollecitazioni e gli spunti, che le sopra citate *Abgrenzungstheorien* hanno sollevato, hanno portato la dottrina tedesca maggioritaria più recente, con il vaglio peraltro della giurisprudenza di legittimità, ad affermare e sostenere la doppia natura giuridica del § 31 WpHG, superando così l'originario convincimento che riconosceva esclusivamente una mera natura pubblicistica della disposizione⁴⁴⁹.

⁴⁴⁸Invero, è stata prospettata una ulteriore ricostruzione, ovvero la tesi della c.d. *Sonderrechtstheorie*, nota anche come *Subjektstheorie*. Quest'ultima è rimasta tuttavia molto isolata. In dottrina, per completezza, si veda BACHOF, *Über öffentliches Recht, in Festgabe aus Anlaß des 25jährigen bestehens des Bundesverwaltungsgerichts*, München, 1978, 8 ss.; WOLFF, *Der Unterschied zwischen öffentlichem und privatem Recht*, AöR 76, 1950, 205 ss.

⁴⁴⁹Il riconoscimento di una natura privatistica della norma ha piano piano portato la dottrina a interrogarsi quindi anche sulla sussistenza di rimedi civilistici in caso di violazione della norma in esame, questione che in precedenza non veniva nemmeno presa in considerazione, come vedremo.

3.2 (segue) L'orientamento più recente: la teoria della doppia natura giuridica della norma

La dottrina più recente⁴⁵⁰, proseguendo l'iter sopra evidenziato, ha quindi sviluppato tale indagine, individuando ulteriori argomentazioni logico-giuridiche in grado di rafforzare il fondamento della dicotomia tra natura pubblicistica e natura privatistica del § 31 WpHG.

A partire quindi da quanto (storicamente) elaborato dalle *Abgrenzungstheorien*, gli Autori più recenti hanno rinvenuto la natura bivalente della norma in esame sulla base del significato letterale della norma: quest'ultima, infatti, si impegna a tutelare non solo l'interesse dell'intero mercato finanziario, ma anche quello del singolo, confermando quindi l'esistenza di una effettiva dicotomia tra pubblico e privato. Tale circostanza può peraltro essere confermata dall'*excursus* storico che ha coinvolto il legislatore europeo negli ultimi anni e, per l'effetto, i legislatori nazionali, posto che l'attenzione è sempre stata rivolta non solo alla tutela del buon funzionamento dei mercati, bensì ugualmente alla protezione del contraente debole.

Al fine di offrire maggiore chiarezza espositiva, distinguerò in due sezioni il fondamento del profilo pubblicistico della norma in esame, e quello privatistico, così da risaltare l'effettiva fondatezza dell'emergente carattere pubblicistico della disposizione.

(a) La natura pubblicistica della norma La disposizione di cui al § 31 WpHG impone la vigilanza del cennato *Bundesanstalt* sull'attività posta in essere dall'intermediario finanziario e, in questo senso, si è affermato che la

⁴⁵⁰Tra i contributi più autorevoli si segnalano LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftrechts*, München, 2004, 68 ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern. Zivilrechtliche Grundlagen, typischen Anforderungen, Haftung*, München, 2003, 305; RÜTHERS, *Rechtstheorie. Begriff, Geltung und Anwendung des Rechts*, Rdn. 66, München, 1999; SCHMIDT, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht*, Baden-Baden, 1985, 255 ss.

stessa norma dà luogo ad un vero e proprio rapporto giuridico di controllo⁴⁵¹. La necessaria supervisione da parte di un organo statale, terzo e imparziale, sull'esecuzione degli obblighi informativi tra intermediario e investitore non può essere una circostanza da sottovalutare.

Sotto questo profilo, è opportuno leggere in modo sistematico e combinato i §§ 31 e 35, 36, 36a del WpHG, che si occupano proprio dell'attività di vigilanza attribuita al *Bundesanstalt*⁴⁵². Tali disposizioni, a mio parere, hanno il pregio di cogliere la funzione di protezione del mercato finanziario che la normativa europea attribuisce agli obblighi informativi. Il corretto funzionamento di quest'ultimi, infatti, non solo garantisce un mercato più trasparente, ma evita altresì di creare perdite economiche non controllabili che, a lungo termine, non farebbero altro che corrodere l'integrità stessa del sistema finanziario.

La *ratio* di tale previsione non può quindi essere circoscritta alla mera esigenza di tutelare il contraente debole da possibili abusi, ma deve essere rinvenuta altresì nella necessità di garantire il corretto funzionamento del mercato. A sostegno di ciò, è doveroso richiamare l'attenzione sull'art. 11 della direttiva 93/22/CE, dal quale trae origine e fondamento la norma in esa-

⁴⁵¹LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 69 ss.

⁴⁵²Attesa la particolarità della norma, meritano di essere richiamati in particolare il primo e il secondo comma del § 35 WpHG, rubricato "*Überwachung der Meldepflichten und Verhaltensregeln*", che recitano: "(1) Die Bundesanstalt kann zur Überwachung der Einhaltung der in diesem Abschnitt geregelten Pflichten bei den Wertpapierdienstleistungsunternehmen, den mit diesen verbundenen Unternehmen, den Zweigniederlassungen im Sinne des § 53b des Kreditwesengesetzes, den Unternehmen, mit denen eine Auslagerungsvereinbarung im Sinne des § 25a Abs. 2 des Kreditwesengesetzes besteht oder bestand, und sonstigen zur Durchführung eingeschalteten dritten Personen oder Unternehmen auch ohne besonderen Anlass Prüfungen vornehmen. (2) Die Bundesanstalt kann zur Überwachung der Einhaltung der in diesem Abschnitt geregelten Pflichten Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen auch von Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat verlangen, die Wertpapierdienstleistungen gegenüber Kunden erbringen, die ihren gewöhnlichen Aufenthalt oder ihre Geschäftsleitung im Inland haben, sofern nicht die Wertpapierdienstleistung einschließlich der damit im Zusammenhang stehenden Wertpapiernebenleistungen ausschließlich in einem Drittstaat erbracht wird".

me: il primo comma⁴⁵³ individua i principi che devono sovrastare l'esercizio dell'attività finanziaria, allo scopo di tutelare, espressamente, sia l'interesse del cliente, che l'integrità dei mercati.

Ritengo, quindi, che indubbiamente la norma in esame possieda una connotazione pubblicistica, che si manifesta nella sua funzione di tutela del mercato finanziario in sé e per sé considerato, ma anche nella funzione (anche in questo caso, tipicamente pubblicistica) di assicurare un controllo sull'esecuzione e sull'adempimento delle regole di comportamento⁴⁵⁴.

⁴⁵³Art. 11, direttiva europea n. 93/22/CE: "1. Gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza. Tali norme devono porre in atto almeno i principi di cui ai trattini seguenti e devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio. Se opportuno, gli Stati membri applicano queste norme anche ai servizi accessori di cui all'allegato, sezione C. Questi principi obbligano l'impresa d'investimento a: - agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato; - agire con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato; - disporre delle risorse e delle procedure necessarie per portare a buon fine le sue attività, e ad utilizzarle in modo efficace; - informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti; - trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti; - sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, a provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo; - conformarsi a tutte le normative applicabili all'esercizio delle sue attività in modo da promuovere per quanto possibile gli interessi dei suoi clienti e l'integrità del mercato".

⁴⁵⁴Invero, anche la dottrina e giurisprudenza francese riconoscono il ruolo di norma di ordine pubblico alla corrispondente norma di trasposizione della normativa europea, ovvero all'art. 58-4° della legge MAF, n. 96-597 del 2.7.1996, codificata all'art. L. 533-4 C. mon. et fin., in quanto l'obbligo di informazione non avrebbe solo la funzione di tutela l'investitore, bensì quella di proteggere il mercato finanziario dalle speculazioni. Per completezza, si riporta il testo della norma citata: "1. Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché; 2. Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché; (...) 4. S'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients; 5. Communiquer, de manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients (...) Les règles énoncées au présent article doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service est rendu". Si veda sul punto la sentenza della Corte d'Appello CA PARIS, 26.3.1999, in *RJDA*, 1999, n. 681, in *Bull. Joly Bourse*, 1999, 641, con nota di DE VAUPLANE e, in dottrina, CALAIS-

(b) **La natura privatistica della norma** Passando all'esame del profilo meramente privatistico della disposizione, segnalo che autorevole dottrina ha sostenuto che il § 31 WpHG costituisce norma integrativa del più generale disposto di cui al § 311, Abs. 2, BGB, il quale si occupa degli obblighi di comportamento precontrattuali e, in particolare, dell'ipotesi di culpa in *contrahendo*⁴⁵⁵.

La natura privatistica della norma risulta quindi confermata dalla sua interpretazione letterale. È stato osservato infatti che il tenore letterale del § 31 WpHG induce inevitabilmente ad inquadrare la norma anche in senso privatistico: come già evidenziato, il primo comma impone che l'intermediario esegua la propria prestazione nell'interesse del cliente⁴⁵⁶. Con riguardo all'applicazione della norma, pertanto, assume rilievo anche il rapporto privatistico intercorrente tra le parti, ovvero l'interesse perseguito da uno dei contraenti.

La natura privatistica emerge altresì dall'esame della volontà del legislatore tedesco, considerato che il disposto normativo di cui al § 31 WpHG prevede espressamente la necessità di tutelare la figura dell'investitore⁴⁵⁷. La funzione

AULOY, *L'influence du droit de la consommation sur le droit civil des contracts*, in *RTD civ.*, 1994, 239; ROUGE, *La spéculation: les règles du jeu*, in *Les Petites Affiches*, 1993, 16. È interessante anticipare, ma lo vedremo successivamente che i commentatori francesi dell'art. 58 MAF sostengono si tratti di un'obbligo di consulenza e non di un obbligo di mera informazione.

⁴⁵⁵LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 70.

⁴⁵⁶Al riguardo, la dottrina ha avuto modo di evidenziare come il diritto tedesco non conosca un vero e proprio obbligo giuridico di fare l'interesse di un altro soggetto: tale dovere sarebbe stato quindi introdotto per la prima volta nell'ordinamento tedesco proprio dal § 31 WpHG. Sul punto, LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 71 ss., il quale ha osservato che "*Lediglich in sehr begrenztem Umfang werden über § 823 Abs. 2 BGB von Jedermann fremdnützige Verhaltensweisen gefordert. Beispiel ist der Straftatbestand der unterlassenen Hilfeleistung des § 323c StGB, bei dem es sich um ein Schutzgesetz handelt. Im Übrigen sind fremdnützige Verhaltensweisen nur im Rahmen einer Garantenstellung gefordert. Davon zu unterscheiden ist die deliktsrechtliche Sanktionierung des Eigennutzes, der in § 826 BGB sowie über § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit entsprechenden strafrechtliche Vorschriften erfasst ist*".

⁴⁵⁷Ciò si evince peraltro da quanto previsto dalla seconda *Finanzmarktförderungsgesetzes*

di tutela dell'investitore a cui mira il legislatore tedesco è emersa chiaramente anche dalla terza *Finanzmarktförderungsgesetz*⁴⁵⁸ che ha introdotto il § 37 WpHG (il quale disciplina una causa di esclusione dell'applicabilità del § 31 WpHG), ivi prevedendo la possibilità di riconoscere un risarcimento del danno nell'ipotesi di violazione dell'obbligo di informazione.

A seguito di tale ricostruzione, è possibile affermare che l'obbligo di informazione contenuto nel citato § 31 WpHG costituisce senza dubbio una norma rilevante nell'ambito dei rapporti contrattuali, essendo peraltro irrilevante “*ob die Informationspflichten sich unmittelbar aus dem Vertragsverhältnis zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Kunden ergeben oder gesetzlich vorgegeben (vgl. § 31 Abs. 2) sind*”⁴⁵⁹.

Condivisibile è altresì quanto sostenuto da alcuni Autori⁴⁶⁰ in relazione

(cfr. Bericht des Finanzausschusses, 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, 97 ss.)

⁴⁵⁸Cfr. Begr. RegE, 3. FFG, BT-Drucks, 13/8933, 96 ss.

⁴⁵⁹Begr. RegE, 3. FFG, BT-Drucks, cit. Sul punto si rinvia a LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 119 ss. In tema di obblighi di informazione precontrattuale, si segnalano peraltro i seguenti contributi: FLEISCHER, *Informationssymmetrie im Vertragsrecht – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten*, München, 2001; SCHWARZE, *Vorvertragliche Verständigungspflichten*, Tübingen, 2001; LORENZ, *Der Schutz vor dem unerwünschten Vertrag – Eine Untersuchung von Möglichkeiten und Grenzen der Abschlußkontrolle im geltenden Recht*, München, 1997; GRIGOLEIT, *Vorvertragliche Informationshaftung: Vorsatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken*, München, 1997; ABEGGLEN, *Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft*, Bern, 1995; MÜLLER, *Vorvertragliche und vertragliche Informationspflichten nach englischem und deutschem Recht*, Heidelberg, 1994; JOST, *Vertragslose Auskunft- und Beratungshaftung*, Baden-Baden, 1991; LOGES, *Die Begründung neuer Erklärungspflichten und der Gedanke des Vertrauensschutzes*, Berlin, 1991; BREIDENBACH, *Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss*, München, 1989.

⁴⁶⁰In dottrina, si legga LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 73 ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern. Zivilrechtliche Grundlagen, typischen Anforderungen, Haftung*, München, 2003, 15 ss., il quale ha evidenziato peraltro che “*der systematische Zusammenhang mit § 37 a WpHG festigt diesen Eindruck, ist doch die Verjährung eines Schadenersatzanspruch nur denkbar, wenn überhaupt eine Rechtspflicht zur Information gegenüber dem Kunden besteht*”, continua peraltro l'Autore, “*Würde man § 31 WpHG als Norm mit auch privatrechtlichem Gehalt ansehen, so ergäbe sich die – soweit ersichtlich – einmalige, überaus ungewöhnliche und*

al riconoscimento di una natura privatistica della disposizione che si evincerebbe dalla funzione della stessa all'interno dell'impianto complessivo del *Wertpapierhandelsgesetz*.

I doveri, di cui al secondo comma del § 31 WpHG, Nr. 1 e Nr. 2, di indagare la conoscenza e l'esperienza nel settore finanziario del proprio cliente, nonché di individuare lo scopo che quest'ultimo intende raggiungere attraverso l'investimento, rappresentano i criteri necessari per consentire l'effettivo realizzo dell'interesse del cliente (i.e. la *ratio* perseguita dalla norma) e per concretizzare le modalità attraverso le quali è consentito alle parti stipulare e porre in esecuzione i contratti di investimento. Da tali obblighi, l'interprete dovrebbe dedurre il dovere, a carico dell'intermediario, di orientare le *individuellen Vertragserwartungen* di ogni cliente, o, come ho già avuto occasione di sottolineare, di influenzare le sue decisioni.

Le cennate ricadute dell'applicazione della norma sul piano genetico del contratto e su quello esecutivo dello stesso non possono che confermare e mettere in risalto la (seppur parziale) natura privatistica della disposizione.

A mio avviso, l'indagine, condotta da parte della dottrina tedesca, circa il riconoscimento del carattere pubblicistico e privatistico della disposizione ha il merito di aver individuato l'effettiva e completa natura giuridica della norma e sollecitato un'impostazione (quella relativa ad una convivenza tra aspetto pubblicistico e aspetto privatistico) che appare invece scarsamente diffusa nel dibattito che su questa materia si è sviluppato in Italia. Infatti, nella letteratura e giurisprudenza italiana non si è mai effettivamente evidenziato il carattere pubblicistico della disposizione di riferimento (art. 21 T.U.F.), mentre, a mio parere, che tale elemento sia presente nella *ratio* della norma è un dato indubitabile, che, come vedremo, può avere implicazioni

unangemessene Situation, daß eine Behörde befugt wäre, durch Verwaltungsvorschrift eine (auch) privatrechtliche Vorschrift zu konkretisieren"; MAURER, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, § 24, München, 2000; SCHULTE-FROHLINDE, *Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und seine Umsetzung durch das Wertpapierhandelsgesetz*, Frankfurt a. M., 1999, 77 ss.; SCHÖN, *Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, Hamburg, 1998, 119 ss.

anche sul piano strettamente privatistico.

3.3 Il contenuto: i diversi tipi di informazione

La dottrina tedesca, nell'affrontare un'analisi approfondita del contenuto tipico degli obblighi informativi in esame, correttamente si è fin da subito interrogata circa la nozione intrinseca del termine "informazione". Ciò che rileva in questa sede evidenziare, è l'individuazione, che ne è emersa, di una pluralità di diversi significati del termine stesso.

Nel concetto di Information, infatti, la dottrina tedesca individua le seguenti forme di manifestazione dell'informazione: *Aufklärung*, *Auskunft*, *Warnung*, *Empfehlung* e *Beratung*. Ci si chiede tuttavia quale di questi tipi rientri nel § 31, II, Nr. 2 WpHG. Andando più nel dettaglio, sulla base, poi, dello specifico oggetto dell'informazione stessa, si è distinto tra *Warnung* ed *Empfehlung* e tra *individualisierte* e *nichtindividualisierte Informationen*.

La prima differenziazione, che opererebbe nell'ambito della valutazione dell'informazione stessa, si avverte tra il concetto di avvertimento e quello di consulenza. Il primo è stato ritenuto implicitamente contenuto nell'obbligo legale di informazione ex art. 31 WpHG, mentre il secondo rileva solo nel caso in cui sia stato concluso un contratto di consulenza⁴⁶¹.

La distinzione tra informazioni personalizzate e informazioni non personalizzate accennato sopra, volto principalmente a distinguere la fattispecie in esame dalla consulenza *tout court*, esprime invece, a mio avviso, un criterio fuorviante. L'orientamento che ne riconosce il fondamento ha ritenuto che il contenuto dell'informazione così come intesa dal § 31 WpHG possa avere ad oggetto solo informazioni non personalizzate, posto che quelle personalizzate

⁴⁶¹Si veda, in dottrina, WIENEKE, *Discount-Broking und Anlegerschutz*, Baden-Baden, 1999, 126 ss.; HADDING, *Zur Abgrenzung von Unterrichtung, Aufklärung, Auskunft, Beratung und Empfehlung als Inhalt bankrechtlicher Pflichten*, in HORN-LWOWSKI-NOBBE, *Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven, Festschrift für Herbert Schimansky*, Köln, 1999, 67 ss.; KÜMPEL, *Wertpapierhandelsgesetz – eine systematische Darstellung*, Berlin, 1996, 179 ss.

costituiscono oggetto di un obbligo di consulenza⁴⁶². Considerato, però, che il legislatore richiede che l'intermediario debba raccogliere e fornire una serie di informazioni connesse alle caratteristiche specifiche del singolo cliente, ritengo che il generale concetto di informazione, così come sopra delineato, non possa essere funzionale alla *ratio* della norma.

A mio avviso, l'obbligo di informazione in esame deve avere un oggetto creato "su misura" del cliente, altrimenti l'impianto disegnato dal legislatore (a partire dai criteri di classificazione del cliente, fino ad arrivare alla *Know your customer rule* e alla *Best execution rule*) perderebbe significato. È evidente che in tale contesto, i confini tra informazione e consulenza devono necessariamente farsi più labili.

4. Il contenuto degli obblighi informativi al vaglio della giurisprudenza tedesca

4.1 I primi orientamenti della giurisprudenza

Le riflessioni in punto di contenuto degli obblighi informativi ai sensi del § 31 WpHG non hanno coinvolto solo la dottrina tedesca, ma anche la giurisprudenza, la quale si è pronunciata in molte occasioni sulla questione, elaborando un proprio orientamento in relazione non solo al contenuto dei cennati obblighi, ma anche al rapporto interno che si instaura tra gli stessi.

È necessario premettere che gli orientamenti giurisprudenziali sviluppati hanno condotto al riconoscimento di una responsabilità in capo all'intermediario, qualora quest'ultimo violi i cennati obblighi informativi.

Un primo orientamento che si ritiene interessante evidenziare in questa sede è quello ricostruito dal *Bundesgerichtshof* tedesco in alcune pro-

⁴⁶²La dicitura pubblicizzata più comune, con riferimento alle informazioni non personalizzate, è per esempio la seguente "*Basisinformationen über Vermögensanlage in Wertpapieren*".

nunce emesse in materia di contratti derivati⁴⁶³, laddove il giudice di legittimità tedesco ha elaborato un modello di informazione a carico dell'intermediario finanziario strutturato in due livelli e denominato “*zweistufige Informationsmodell*”⁴⁶⁴.

Un primo livello di informazione è stato individuato nell'informazione che garantisce uno standard basilare. Un'informazione di primo livello è quella che istruisce, in modo assolutamente generico, l'investitore “al dettaglio” circa le modalità operative e i rischi dei diversi tipi di prodotti finanziari.

Si tratta quindi di una informazione che si potrebbe definire “oggettivizzata”, che secondo la giurisprudenza tedesca è espressione della già esaminata “*Know your merchandise rule*”.

Il secondo livello di informazione, invece, emerge in un momento successivo e più profondo: una volta individuato il singolo prodotto finanziario, il cliente deve essere edotto degli specifici rischi ad esso connessi: si instaura quindi un rapporto personale e individuale tra intermediario e investitore, che fa gravare in capo al primo un obbligo informativo più specifico, precontrattuale e contrattuale. Si tratta di una informazione soggettivizzata, calibrata “a misura di investitore”. Tale informazione di secondo livello, così come elaborata dalla giurisprudenza tedesca, costituisce la peculiare connotazione dell'obbligo informativo ex § 31 WpHG, il quale – come poc'anzi affermato – è affine al concetto di consulenza.

L'individuazione di tale doppia declinazione dell'obbligo di informazione viene chiaramente evidenziata dal *Bundesgerichtshof* in una pronuncia del 5 ottobre 1999, prima ancora quindi dell'emanazione della nota direttiva Mi-

⁴⁶³Questa ricostruzione giurisprudenziale viene riferita ai contratti derivati, in quanto contratti aleatori caratterizzati da un elevato livello di rischio. Sul punto, si legga TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 151 ss.

⁴⁶⁴Sul punto si legga LANG, *Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistung*, München, 2003, § 11, Rz. 102, che parla di una vera e propria “*Kodifizierung der Zwei-Stufen-Model-Theorie*”.

FID. Nella parte motiva della sentenza emerge non solo il principio generale secondo il quale il sistema informativo di cui al citato § 31 WpHG ha una funzione di tutela dell'investitore, ma altresì che il contenuto e l'ampiezza degli obblighi informativi precontrattuali e contrattuali, così come disciplinati, obbligano l'intermediario a fornire al cliente tutte le *zweckdienlichen Informationen* necessarie al fine di seguire l'interesse del cliente⁴⁶⁵.

Il modello giurisprudenziale del doppio livello di informazione sarebbe rimasto invariato, secondo i commentatori, anche dopo l'emanazione della direttiva MiFID e della trasposizione della stessa nell'ordinamento tedesco

⁴⁶⁵BGH, 5.10.1999, XI ZR 296/98, in BGHZ 142, 345, 353, secondo il quale: "*Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten sowie die Form ihrer Erfüllung hängen nicht nur vom Anleger, insbesondere seiner Aufklärungsbedürftigkeit, und vom Anlageobjekt, insbesondere seinen spezifischen Risiken ab, sondern auch vom Partner des Anlegers, also der Bank, und ihrem Verhalten. Eine Bank, die wahrheitsgemäß erklärt, sie kenne sich mit vom Kunden angesprochenen bestimmten Optionsscheinen nicht aus, macht sich keiner Aufklärungspflichtverletzung schuldig, wenn sie dessen Order über solche Scheine ausführt, ohne ihn über die damit verbundenen besonderen Risiken aufzuklären. (...) Das Wertpapierhandelsgesetz hat an dieser Rechtslage nichts Wesentliches geändert. Nach § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, der in erster Linie aufsichtsrechtlicher Natur ist, aber auch anlegerschützende Funktion und damit Bedeutung für Inhalt und Umfang (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten hat, sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, ihren Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist. An der Erforderlichkeit fehlt es nicht nur, wenn der Anleger nicht aufklärungsbedürftig ist, sondern grundsätzlich auch dann, wenn er zum Ausdruck bringt, daß er keine Informationen benötigt. Darauf darf die Bank grundsätzlich vertrauen und (weitere) Informationen für entbehrlich halten. Auch § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG hat nicht den Sinn, Anleger vor sich selbst zu schützen. (...) Besondere Aufklärungshinweise insbesondere auch über die Verlustwahrscheinlichkeit und über die Schwankungsbreite der Währungen, auf die der Kläger spekulierte, in den zurückliegenden Jahren konnte der Kläger entgegen seiner Ansicht nach Treu und Glauben, der Grundlage (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten, im Übrigen auch deshalb nicht erwarten, weil er in Kenntnis der begrenzten Informationsbereitschaft der Beklagten, die sich ausdrücklich nur an gut informierte und erfahrene Anleger wendet, ohne Äußerung von Informationsbedarf unter Angabe der jeweiligen Wertpapierkennnummern gezielt Bandbreiten-Optionsscheine geordert hat. Er brachte damit konkludent zum Ausdruck, er benötige keine weiteren Informationen. Darauf durfte die Beklagte grundsätzlich vertrauen. Anhaltspunkte dafür, daß sie trotz des Verhaltens des Klägers eine tatsächlich bestehende Aufklärungsbedürftigkeit erkannt hätte oder ihr diese grob fahrlässig unbekannt geblieben sei und sie deshalb ausnahmsweise doch eine Aufklärungspflicht getroffen hätte, sind weder vorgetragen noch ersichtlich*".

attraverso la *Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG*, entrata in vigore il 1.11.2007⁴⁶⁶.

La giurisprudenza in materia è davvero copiosa. A partire dagli anni novanta, il contributo più significativo è stato offerto dalle numerose sentenze c.d. *Bond-Entscheidung*, che si sono occupate di differenziare e integrare le diverse clausole contrattuali di contenuto informativo, con particolare riferimento ai cennati doveri di *Explorationspflicht* e *Informationspflicht* (§ 31, II, Nr. 1 e Nr. 2). In relazione all'obbligo di indagare le conoscenze e l'esperienza dell'investitore in materia di intermediazione, per esempio, la giurisprudenza ha avuto modo di evidenziare l'irrilevanza della circostanza che il cliente abbia mostrato o abbia finto di mostrare l'effettiva sua conoscenza ed esperienza in materia: la banca ben avrebbe potuto infatti fidarsi delle dichiarazioni rilasciate dal cliente, a meno che la falsità delle stesse non fosse facilmente rilevabile dalla stessa⁴⁶⁷. Al riguardo, il *Bundesgerichtshof* ha avuto modo peraltro di osservare come risulti irrilevante altresì che il cliente esponga il proprio grado di conoscenza personalmente oppure attraverso l'ausilio di una terza persona competente a ciò delegata⁴⁶⁸.

Con riguardo poi all'indagine circa lo scopo che il cliente intende realizzare attraverso l'investimento, la giurisprudenza tedesca ha affermato che è onere della banca classificare la clientela in relazione alla specifica tendenza al rischio⁴⁶⁹. La determinazione della finalità dell'investimento spetta

⁴⁶⁶Cfr. TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 153 ss.; KIND, *Börsen- und Finanztermingeschäfte*, Frankfurt a. M., 2004, 37 ss. Come già evidenziato nei capitoli precedenti la portata innovativa della direttiva MiFID si evince in particolar modo con riferimento alla classificazione della clientela, più che con riguardo allo specifico modo di operare degli obblighi informativi.

⁴⁶⁷BGH, 27.09.1997, XI ZR 244/95, in WM 1997, 309. Conformi, BGH, 22.03.2011, XI ZR 33/10, in BGHZ, 189, 13; BGH, 28.09.2004, XI ZR 259/03, in ZIP, 2004, 2178; BGH, 12.03.2002, XI ZR 258/01, in BGHZ, 150, 164.

⁴⁶⁸Cfr. BGH 27.02.1996, in ZIP, 1996, 667 ss.

⁴⁶⁹BGH, 28.01.1997, XI ZR 22/96, in WM, 1997, 662, con commento di NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in *RWS-Forum Bankrecht*, Köln, 1998, 235 ss.

all'investitore. Tuttavia sussiste l'obbligo in capo alla banca di richiedere maggiori informazioni all'investitore stesso, al fine di verificare se il prodotto individuato sia effettivamente idoneo allo scopo.

Sotto questo profilo è interessante sul punto esaminare la sentenza del *Bundesgerichtshof* del 28.01.1997⁴⁷⁰. La fattispecie è la seguente: un gioielliere si reca nella filiale di una grossa banca, al fine di farsi consigliare come investire i propri risparmi, ammontanti a 80.000 DM. L'impiegato addetto della banca suggerisce – adeguandosi allo scopo originario del commerciante – alcune azioni standard tedesche, che riportano la seguente osservazione “*Wenn man richtig gut geld verdienen will, muss man höher einsteigen!*” (ovvero, “Se vuoi davvero guadagnare del buon denaro, devi salire più in alto”). Il gioielliere conclude il contratto, ma con il passare del tempo le vicende finanziarie collegate al titolo acquistato lo portano a subire, nel tempo, una perdita pari a 1,2 milioni di DM, chiudendo – dopo diverse speculazioni – con una perdita complessiva di circa 600.000 DM.

Il *Bundesgerichtshof*, all'esito del giudizio, ha condannato l'istituto di credito (riconoscendo peraltro, nel caso di specie, un concorso di colpa del gioielliere) al risarcimento dei danni subiti per la violazione dell'obbligo di informazione, poiché il prodotto raccomandato al cliente non avrebbe realizzato lo scopo individuato dallo stesso in origine.

Anche in relazione alla corretta esecuzione dell'*Informationspflicht* contenuto al § 31, II, Nr. 2 WpHG, è possibile segnalare una copiosa e attenta giurisprudenza⁴⁷¹.

Sul punto si è pronunciata, tra le altre, la Corte d'Appello di Düsseldorf:

⁴⁷⁰BGH, 28.01.1997, XI ZR 22/96, in WM, 1997, 662, con commento di NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in *RWS-Forum Bankrecht*, Köln, 1998, 235 ss.

⁴⁷¹Oltre alla giurisprudenza che verrà esaminata nel testo, si segnalano le seguenti pronunce: BGH, 07.10.2008, XI ZR 89/07, in NJW, 2008, 3700 ss.; BGH, 13.07.2004, XI ZR 178/03, in WM, 2004, 1774 ss.; BGH, 24.07.2001, XI ZR 329/00, in WM, 2001, 1718 ss.; BGH, 22.01.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1108 ss.; BGH, 05.03.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1947; OLG Koblenz, in WM, 1996, 1089 (caso *Heron International*); OLG Düsseldorf, 06.12.1996, in BB, 1996, 1904.

la controversia riguardava l'acquisto di azioni denominate *Penny Stocks*⁴⁷². È opportuno premettere che le azioni *Penny Stocks* sono prodotti finanziari che, a fronte di costi non elevati, hanno regolarmente generato elevatissimi rischi, a tal punto che ben presto gli istituti di credito hanno eliminato dai loro programmi di investimento tale prodotto.

Nella prassi, tuttavia, vi sono stati comunque operatori professionali che hanno continuato a vendere tali pacchetti di azioni alla loro clientela, millantando guadagni elevati a fronte di costi e rischi minimali. La giurisprudenza ha avuto occasione di osservare come il dettaglio dei rischi e delle pericolosità connessi a tali operazioni avrebbe dovuto essere specificato per iscritto, sulla base di quanto obbligatoriamente previsto con riferimento alle *Aufklärungs- und Warnpflichten* a carico dell'intermediario.

Numerose sono quindi le pronunce in materia e la lettura delle diverse motivazioni dei giudici di legittimità tedeschi consentono di svolgere due considerazioni: da un lato, emerge chiaramente la difficoltà per l'operatore del diritto di individuare il concreto contenuto dell'obbligo di informazione a carico dell'intermediario finanziario, trovandosi quest'ultimo fuori dai canoni tradizionali del concetto di informazione, in particolare precontrattuale; dall'altro, è interessante osservare come sia la dottrina sia la giurisprudenza tedesche in questa materia evidenzino ampia duttilità, conoscendo negli anni subiscano un processo di continua evoluzione, che tende ad individuare, a prescindere da impostazioni o da classificazioni eccessivamente rigide, le soluzioni di volta in volta in concreto più appropriate e maggiormente in linea con la *ratio* della legge.

⁴⁷²OLG Düsseldorf, 26.06.2001, 21 U 27/01, in NJW-RR, 2002, 1051.

4.2 (segue) Il più recente orientamento della giurisprudenza tedesca: la tesi del *Beratungsvertrag*

Il risultato più significativo raggiunto dalla giurisprudenza tedesca è rappresentato dalla tesi del *Beratungsvertrag*, che ricostruisce la fattispecie in esame individuando quale fondamento della responsabilità per la violazione degli obblighi informativi il c.d. *Beratungsvertrag*⁴⁷³.

Il tentativo posto in essere dai giudici tedeschi è stato sollecitato dall'esigenza di riconoscere un rimedio civilistico alla violazione dell'obbligo di informazione. Come è possibile immaginare e come vedremo nella seconda parte del presente capitolo, il riconoscimento di una doppia natura giuridica dell'obbligo contenuto al § 31 WpHG ha consentito di superare l'originario orientamento che riconosceva la mera natura pubblicistica della norma, cercando di individuare se e quali conseguenze la disposizione in esame potesse avere sul piano del rapporto privatistico.

La giurisprudenza tedesca⁴⁷⁴ ipotizza in particolare che nel momento in cui si realizza il primo contatto tra il cliente e l'intermediario si concluda fra le parti per fatti concludenti un contratto atipico di consulenza (*Beratungsvertrag*) fonte di una obbligazione di "consulenza". Tale obbligazione di

⁴⁷³Tra le pronunce più significative, si leggano BGH, 06.07.1993, XI ZR 12/93, in BGHZ, 123, 126 ss.; BGH, in ZIP, 2006, 891 ss.; BGH, in ZIP, 2004, 452 ss.; BGH, in WM, 2002, 1295 ss.; BGH, in WM, 2000, 1441 ss.; OLG Hamburg, in ZIP, 2006, 20 ss.; OLG Karlsruhe, in WM, 2002, 1295 ss. Come è stato osservato in dottrina, "*Tritt ein Anlageinteressent an eine Bank oder der Anlageberater einer Bank an einen Kunden heran, um über die Anlage eines Geldbetrages beraten zu werden oder zu beraten, werde – so die ständig Formulierung des Bundesgerichtshofes – das darin liegende Angebot zu Abschluss eines „Beratungsvertrages“ stillschweigend durch die Aufnahme eines Beratungsgesprächs angenommen*", TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 153 ss..

⁴⁷⁴Con riferimento agli obblighi nascenti a carico dell'intermediario a seguito della conclusione tacita del cennato contratto di consulenza, si riporta un passaggio della sentenza BGH 22.3.2011, XI ZR 33/10, in NJW, 2011, 1949, secondo il quale "*Mit dem Beratungsvertrag übernimmt die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben*".

consulenza tuttavia, deve essere tenuta distinta dall'obbligazione scaturente dalla stipula di un vero proprio contratto tipico di consulenza, introdotto quest'ultimo con l'ultima direttiva MiFID.

Il dovere di consigliare sarà quindi obbligazione principale nel contratto di consulenza; sarà invece obbligazione accessoria nel contratto di intermediazione derivante dalla tacita conclusione del cennato *Beratungsvertrag* atipico⁴⁷⁵.

La domanda da porsi è la seguente: quali sono i presupposti per la conclusione tacita di questo contratto atipico di consulenza? Il *Bundesgerichtshof*, in verità, non si è addentrato nella questione, e alcuni criteri applicativi sono stati individuati successivamente dagli operatori del mercato finanziario (ad esempio, dalla *BaFin*)⁴⁷⁶.

È stato innanzitutto osservato come risulti senz'altro necessario considerare, quale utile indizio per una ricostruzione del vincolo giuridico che si instaurerebbe tra le parti, la non irrilevanza della disposizione patrimoniale, ovvero il significato economico per il cliente dell'operazione di investimento. Essenziale è poi valutare se la volontà dell'investitore sia maturata a seguito dei suggerimenti formulati dall'istituto di credito, ovvero se la sua decisione sia dipesa totalmente o parzialmente da quanto indicatogli dall'intermediario⁴⁷⁷.

Inoltre, vi è chi ha osservato come l'istituto di credito debba avere un

⁴⁷⁵Si legga, tra tutti, KRÜGER, *Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlage – Nebenpflicht statt Beratungsvertrag*, in *NJW*, 2013, 1845 ss., secondo il quale “*Im Gefolge dieser Debatten wird derzeit deutlich, dass ein immer größerer Teil der Literatur von der dogmatische Figur des „konkludenten Beratungsvertrags“ als Haftungsgrundlage für Beratungsverschulden abrücken möchte. An ihre Stelle soll eine Haftung der Bank für mangelhafte Aufklärung und Beratung wegen Nebenpflichtverletzung aus §§ 241 II, 311 II BGB treten*”. In questo senso, il concetto di consulenza (Beratung) andrebbe inteso come “*einen Rat erteilen*”, o “*etwas empfehlen*”.

⁴⁷⁶Come del resto accade anche in Italia, laddove la Consob interviene, in via regolamentare, a dettare non solo linee guida ma anche vere e proprie norme di comportamento.

⁴⁷⁷Sul punto, si legga TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 228.

proprio interesse economicamente valutabile, a svolgere questo tipo di consulenza, posto che, anche se tale consulenza viene svolta “*gebührenfrei*”, ovvero a titolo gratuito, è chiaro che difficilmente essa svolga tale attività con spirito di liberalità⁴⁷⁸. L’interesse dell’intermediario infatti non è solo quello di acquisire nuova clientela, bensì anche quello di rafforzare e intensificare, offrendo un livello di consulenza qualitativamente più elevato, il legame con un cliente già acquisito⁴⁷⁹.

Come già anticipato all’inizio del presente paragrafo, merita ricordare nuovamente come tale obbligo a carico dell’intermediario deve tenersi rigorosamente distinto dall’obbligo di consulenza scaturente dal contratto tipico di consulenza.

Al fine di inquadrare, quindi, giuridicamente la natura di tale dovere di suggerire e consigliare l’investitore (in assenza di stipula di un contratto di consulenza), i primi commentatori della giurisprudenza fin d’ora citata si sono espressi in termini di (quasi-) *vertragliche Schutzpflichten*, concetto che racchiude in sé i caratteri propri dei più generici *Nebenpflichten*. Tale obbligazione „quasi contrattuale“ risulta ancorata al § 666 BGB (“*Auskunfts- und Rechenschaftspflicht: Der Beauftragte ist verpflichtet, dem Auftraggeber die erforderlichen Nachrichten zu geben, auf Verlangen über den Stand des Geschäfts Auskunft zu erteilen und nach der Ausführung des Auftrags Rechenschaft abzulegen*”) e ben potrebbe trovare, secondo tale orientamento, una speciale concretizzazione nella norma di legge di cui al citato § 31 WpHG⁴⁸⁰.

⁴⁷⁸TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 229 ss.; NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in *RWS-Forum Bankrecht 1998*, HORN-SCHIMANSKY, Köln, 1998, 235ss., il quale pone l’attenzione, ad esempio, sui diffusi slogan pubblicitari presenti in filiali di istituti di credito che, con riferimento alla vendita e all’intermediazione di prodotti finanziari, anche complessi, si presenta alla clientela come “*Die Beraterbank*”, mostrando altresì i loro ottimi risultati raggiunti nei “*Beratungstests der Stiftung Warentest*”.

⁴⁷⁹La dottrina già citata nelle note che precedono ha altresì evidenziato l’importanza, nel mercato tedesco, del livello di gradimento del cliente soddisfatto (c.d. “*Goodwill*”).

⁴⁸⁰Cfr. HELLNER-THORWALD-STUER, *Bankrecht und Bankpraxis, Loseblattsammlung*, in

La peculiarità di tale specifico dovere di consigliare è individuabile nella sua influenza all'interno del processo formativo della volontà decisionale dell'investitore, essendo lo stesso, quindi, in grado di condurlo verso una determinata scelta contrattuale (si parla, infatti, di *Beeinflussungsmacht*): il contratto si concluderebbe a seguito del c.d. "*Beratungsgespräch*" tra intermediario e investitore, ovvero sostanzialmente a seguito del primo contatto tra le parti⁴⁸¹.

In questo senso si è espresso il *Bundesgerichtshof*, in occasione delle note sentenze "*Bond-Entscheidung*", nelle quali la Suprema Corte tedesca ha avuto modo di affermare l'esistenza di un obbligo per la banca "*den Interessenten bei dessen Erwerbsentscheidung zu unterstützen*", ovvero di supportare le decisioni degli acquirenti⁴⁸².

Le diverse pronunce che ho avuto occasione di esaminare hanno individuato alcuni casi pratici, nei quali l'influenza nei confronti dell'iter decisionale dell'investitore prende forma e si concretizza. Per esempio, è stato ritenuto che il potere influente dell'intermediario finanziario emergerebbe nel caso di *Informationsservice* offerto direttamente da quest'ultimo: il caso tipico

Wertpapierhandel und Depotgeschäft, Köln, 2006, 1273; SCHÄFER-MÜLLER, *Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen*, Köln, 1999; NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in *RWS-Forum Bankrecht* 1998, HORN-SCHIMANSKY, Köln, 1998, 235ss.; LANG, *Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen*, München, 2003; CANARIS, *Bankvertragsrecht, Erster Teil in Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Band 1, Rz. 100; VORTMANN, *Handbuch zur Prospekthaftung und Anlageberatung*, Stuttgart, 2000, 66 ss.; HEINSIUS, *Pflichten und Haftung der Kreditinstitute bei der Anlageberatung*, in *ZBB*, 1994, 47 ss.

⁴⁸¹Si veda, in particolare, RULAND, *Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps*, in *BKR*, 2013, 56 ss., secondo il quale "*Ein solcher Vertrag kommt aber regelmäßig auch konkludent zustande, wenn – gleichgültig, ob auf Initiative des Kunden oder aber der Bank – im Zusammenhang mit einem Finanzgeschäft tatsächlich eine Beratung stattfinden und die Bank dabei erkennen kann, dass die Beratung für den Kunden von erheblicher Bedeutung ist und er sie zur Grundlage von Vermögensdispositionen machen will*".

⁴⁸²In particolare si veda BGH, 9.7.1993, IX ZR 12/93, in *BGHZ*, 123, 126. In un'altra sentenza del BGH, in *NJW*, 2011, 1949 ss., è stato affermato "*Mit dem Beratungsvertrag übernimmt die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben*".

è quello delle offerte di investimento formulate telefonicamente o per email, attraverso l'ausilio di un *call-center*⁴⁸³. Un altro caso sarebbe costituito dalla mera predisposizione dei programmi di investimento da parte degli intermediari, i quali formulano generalmente una, seppur semplice e basilare, consulenza.

La fattispecie è stata esaminata dal *Bundesgerichtshof*, nella nota sentenza “*Kick-backs*”⁴⁸⁴. La controversia aveva ad oggetto il contenuto di un programma di investimento, il quale, secondo i clienti-attori, per poter ritenere adempiuti i noti obblighi informativi, avrebbe dovuto contenere anche una comparazione con altri prodotti finanziari, magari offerti da altri istituti di credito. Secondo la Corte di Cassazione tedesca, pur non essendo censurabile la circostanza per cui il prodotto della banca non sia comparato con altri prodotti concorrenti, l'intermediario dovrebbe comunque essere in grado di rappresentare e consigliare all'aspirante investitore non tanto il miglior prodotto in assoluto, quanto una pluralità di prodotti finanziari, anche diversi dai suoi (che magari sono migliori e più convenienti, rispetto a quello proposto), al fine di soddisfare maggiormente l'aspettativa del cliente⁴⁸⁵. La

⁴⁸³Cfr. BGH, 13.7.2004, XI ZR 178/03, in WM, 2004, 1774, nota come la sentenza “*Neuer Markt*”.

⁴⁸⁴Cfr. BGH, 19.12.2006, XI ZR 56/05, in WM, 2007, 487, 489, la quale sul punto ha affermato “*Maßgeblich für Kapitalanlageempfehlungen im gewöhnlichen Geschäftsverkehr einer Bank, ist grundsätzlich das von ihr zusammengestellte Anlageprogramm. Soweit bank-, konzern- oder institutsgruppeneigene Anlageprodukte wie etwa Fondsanteile vorhanden sind (...) ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, dass solche Produkte, nicht aber vergleichbare konkurrierende Banken oder Institutsgruppen in das Anlageprogramm aufgenommen werden und die Bank nur solche Produkt, nicht aber Konkurrenzprodukte empfiehlt*”.

⁴⁸⁵Tale aspetto è stato sottolineato anche dalla citata sentenza del BGH nota come la “*Bond-Entscheidung*”, come ha osservato TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 233 ss., secondo il quale “*Auf dieser Grundlage ergibt sich das Pflichtenprogramm des Beraters, wie es der BGH in der „Bond-Entscheidung“ zutreffend skizziert und im Folgenden weiterentwickelt hat, nämlich die Zielsetzung und (Vermögens) Verhältnisse des Kunden zu erforschen („Know-your-customer-rule“), aber auch die in das „Anlageprogramm“ aufzunehmenden oder aufgenommenen Kapitalmarktprodukte einer kritischen Überprüfung zu unterziehen („Know-your-merchandise-rule“). An der*

fattispecie è la seguente: a seguito di un incontro con un impiegato della banca convenuta poi in giudizio, l'attore acquistava azioni e quote di un fondo di investimento per un totale di euro 250.000. La complessità finanziaria dei prodotti acquistati si manifestava già nel conteggio matematico relativo all'importo della quota del fondo, il quale conteneva alcune maggiorazioni del prezzo per un importo variabile tra il tre ed il cinque per cento. Sull'importo maggiorato, la banca convenuta chiedeva e otteneva un rimborso dei costi di gestione (nel gergo, denominato "*Kick-backs*"). Tuttavia, mentre nel colloquio "iniziale" l'attore veniva informato circa l'esistenza di tali maggiorazioni, nulla gli veniva riferito circa il diritto al rimborso vantato dalla convenuta.

Nel caso di specie, il *Bundesgerichtshof* ha riconosciuto all'attore il risarcimento del danno subito, sulla base del § 31, I, Nr. 2 WpHG, per non aver la banca informato il cliente dell'esistenza del suo diritto al rimborso: nel momento in cui il cliente si appropria all'investimento e chiede di indicare la totalità dei costi da sostenere, egli avrebbe dovuto essere messo al corrente anche dell'esistenza di provvigioni o di costi di rimborso per l'attività gestionale svolta.

La Corte, inoltre, fornisce un'ulteriore spunto di riflessione: il contenuto dell'informazione, che già nel primo colloquio tra banca e cliente avrebbe dovuto essere esplicitata, avrebbe dovuto comprendere anche tutte quelle indicazioni in grado di offrire all'investitore una "panoramica" completa dei prodotti in grado di soddisfare la sua aspettativa di interesse.

In particolare, relativamente alla circostanza, sottolineata dalla Corte, per cui la consulenza di cui si parla non deve essere mirata solo ad un determinato pacchetto di prodotti finanziari, bensì ricomprenda una pluralità di prodotti presenti nel mercato (espressione delle diverse forme e possibilità di

Beachtung dieser Erfordernisse muss sich die Sorgfalt des Beraters im Hinblick auf die Sachgerechtigkeit ausgesprochener Empfehlungen messen lassen". Come è facile intuire nella tematica in esame si innesta altresì la tematica del conflitto di interesse. Il rischio concreto, infatti, è che la banca sia indotta a suggerire i prodotti corrispondenti al suo personale interesse, più che a raccomandare quelli nell'esclusivo interesse dell'investitore.

investimento), è stato ritenuto che l'intermediario a maggior ragione debba (o meglio, debba essere in grado di) fornire suggerimenti anche rispetto a prodotti diversi e concorrenti, qualora si trovi di fronte a corposi patrimoni da investire⁴⁸⁶.

Infine, per completare il quadro relativo agli orientamenti della giurisprudenza tedesca che si è espressa in questi anni, tra le numerosissime pronunce che si sono occupate di delimitazione del contenuto dell'obbligo informativo gravante a carico dell'intermediario finanziario, merita richiamare una sentenza del Tribunale di Francoforte sul Meno del 2009, una delle tante pronunce note come "*Lehman Brothers*", che si è posta parzialmente in posizione di contro-tendenza rispetto all'orientamento ormai predominante sopra esposto, volto ad una maggiore tutela dell'investitore e trasparenza del mercato finanziario⁴⁸⁷.

L'attore aveva investito i propri risparmi in alcune quote di un fondo di investimento; nel dicembre 2006 un consulente della banca convenuta suggeriva all'investitore di vendere la sua quota, al fine di investire l'importo ricavato nell'acquisto di certificati della società d'investimento americana *Lehman Brothers* che, nel frattempo, era stata avviata ad una procedura concorsuale e, per questa operazione, la convenuta chiedeva dei costi di rimborso. Nei documenti predisposti per la compravendita, in una nota predisposta in calce, veniva genericamente richiamato lo stato di insolvenza della *Leh-*

⁴⁸⁶Tali riflessioni consentono altresì di distinguere più facilmente tali operazioni dagli ordini Execution-only, dove il ruolo di consulenza della banca è integralmente azzerato. In giurisprudenza, cfr. BGH, 6.7.1993, XI ZR 12/93, in BGHZ, 2006, 891 ss.; OLG Nürnberg, 19.12.2001, 12 U 2976/01, in ZIP, 2002, 611 ss.; OLG Stuttgart, 15.12.2005, 13 U 10/05, in WM 2006, 1100, noto come il caso "*Dreiländerfonds*". Per un'articolata disamina delle casistiche inerenti il più particolare profilo della gestione dei patrimoni, si rinvia in dottrina a TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, cit., 236 ss.; in giurisprudenza, BGH, 23.11.2004, XI ZR 137/03, in NJW, 2005, 1113; BGH, 28.7.2005, III ZR 290/04, in ZIP, 2005, 1599; BGH, 4.4.2002, III ZR 237/01, in NJW, 2002, 1868, caso „*Erwerb von „Markte-Aktien“ an der NASDAQ*“.

⁴⁸⁷LG Frankfurt a. M., in ZIP, 2009, 184, successivamente appellata dalla soccombente avanti la OLG Frankfurt a. M..

man Brothers. Alla richiesta da parte del cliente di precise spiegazioni sul punto, il consulente spiegava che il significato del rischio legato alla solvibilità della società, ormai a tutti nota, aveva un significato puramente teorico. Nel respingere la domanda attorea di risarcimento del danno, il Tribunale di Francoforte ha evidenziato come a carico dell'intermediario non vi fosse alcun obbligo di informare l'investitore circa la possibilità di una totale perdita del capitale investito. Secondo il Tribunale, il generale richiamo alla circostanza per cui la restituzione dell'importo investito sarebbe dipeso anche dalla solvibilità della società emittente era indicazione più che sufficiente, poiché un cenno più specifico in sede di acquisto non era necessario: nel dicembre 2006, ha sostenuto il Tribunale, la crisi della società di investimento più grande degli Stati Uniti era solo una lontana possibilità⁴⁸⁸.

Queste naturalmente sono solo alcune, ma a parere della scrivente le più significative, tra le pronunce che sono state pubblicate negli ultimi anni. Ciò che emerge non è solo lo sforzo dei giudici tedeschi, soprattutto di legittimità, di individuare soluzioni alternative ed efficaci al caso concreto, ma è anche l'attuale persistenza di diversi orientamenti contrastanti, che mi permettono di affermare come, ancora oggi, il dibattito in materia non sia affatto sopito.

Le considerazioni proposte dalla giurisprudenza tedesca in punto di *Beratungsvertrag* consentono di svolgere alcune considerazioni. L'esistenza di un obbligo accessorio di consulenza a carico dell'intermediario pare una soluzione nel complesso convincente: nel disposto normativo, in effetti, è possibile riconoscere un contenuto che va oltre la mera informazione, la quale, usando il linguaggio proposto dagli Autori d'oltralpe, ha un contenuto personalizzato.

Non si tratterebbe quindi di un mero obbligo di comportamento, bensì di un obbligo di consulenza nascente da fonte legale (cfr. § 31 WpHG) o, secondo la giurisprudenza tedesca, da contatto sociale, il cui contenuto è analogo a quello derivante da un vero e proprio contratto di consulenza.

⁴⁸⁸Per un commento alla citata sentenza, si rinvia a PODEWILS-REISICH, *Haftung für "Schrott"-Zertifikate? – Aufklärungs- und Beratungspflichten nach BGB und WpHG beim Erwerb von Zertifikaten*, in *NJW*, 2009, 116 ss.

La portata delle affermazioni sostenute nella prima parte del presente capitolo è ancora più evidente laddove si rifletta sui rimedi che l'investitore ha a disposizione nel caso in cui risultasse violato l'obbligo di informazione nei suoi confronti, come è stato possibile osservare nel precedente capitolo, relativo all'esperienza italiana.

L'ordinamento tedesco riconosce all'investitore la sola possibilità di agire per ottenere il risarcimento del danno subito. Tale pretesa risarcitoria, tuttavia, ha rinvenuto il proprio fondamento in diverse disposizioni, a seconda dell'orientamento accolto.

PARTE SECONDA: Il rimedio riconosciuto a favore dell'investitore: il solo risarcimento del danno

5. Cenni introduttivi

Dal riconoscimento della mera natura pubblicistica della norma consegue, nell'ordinamento tedesco, la circostanza per cui la sua violazione implica esclusivamente l'individuazione di una *culpa in contrahendo* dell'intermediario nei confronti dell'investitore. Diversamente, accogliendone il significato privatistico, si ammette la sussistenza di una responsabilità in capo all'intermediario.

È oggi possibile affermare, senza dubbio alcuno, che giurisprudenza e dottrina tedesche sono unanimi nel riconoscere esclusivamente l'esistenza di una pretesa risarcitoria in capo al cliente investitore.

In particolare, fino a qualche anno fa l'orientamento predominante qualificava la responsabilità dell'intermediario quale responsabilità extracontrattuale ai sensi del § 823, secondo comma BGB, per violazione di un c.d. *Schutzgesetz*, individuato nel caso di specie nella normativa in materia di doveri di informazione a carico dell'intermediario.

L'orientamento più recente, invece, sulla base dell'elaborazione della cenata tesi del c.d. *Beratungsvertrag*, ha sviluppato il dibattito in ordine alla natura e al fondamento della responsabilità dell'intermediario, giungendo a sostenerne la natura contrattuale, con evidente maggior tutela del contraente leso (si pensi, per esempio, alla presenza di un onere probatorio meno gravoso).

In ogni caso, un'autonoma azione giudiziale volta ad accertare la violazione del § 31 WpHG, secondo l'orientamento prevalente non sussiste.

6. La prima ricostruzione giurisprudenziale

6.1 La riconducibilità della fattispecie alla violazione del § 823, secondo comma BGB per inosservanza di una norma di legge

L'orientamento risalente della dottrina e dell'agiurisprudenza tedesche rinveniva il fondamento della responsabilità dell'intermediario nel disposto normativo di cui al § 823, secondo comma BGB, che disciplina l'istituto della responsabilità extracontrattuale⁴⁸⁹.

In particolare, il secondo comma si occupa della responsabilità derivante da atto illecito, in base alla quale il soggetto che viola una legge che

⁴⁸⁹Tra le sentenze più significative si rinvia a BGH, 19.2.2008, XI ZR 170/07, in ZIP, 2008, 873.

miri a tutelare un altro soggetto (*Schutzgesetz*) risponde del danno così cagionato⁴⁹⁰.

In questo modo, si opera un ampliamento dell'area dei fatti che fanno sorgere la responsabilità extracontrattuale, rispetto alle circostanze tipiche individuate dal primo comma della norma medesima⁴⁹¹.

È opportuno evidenziare fin d'ora che il cennato secondo comma del § 823 BGB prevede un onere probatorio "alleggerito", in quanto il danneggiato deve provare solo la violazione del *Schutzgesetz* e non anche il nesso di causalità come invece richiede la fattispecie di cui al primo comma. Peraltro, la disposizione non richiede che il danneggiato provi l'elemento soggettivo della responsabilità nel caso in cui la norma violata costituisca *verhaltensbezogenes Schutzgesetz*, ovvero qualora si tratti di una disposizione che vieta un determinato comportamento.

L'applicazione della norma nell'ambito dell'intermediazione finanziaria impone di analizzare il concetto di *Schutzgesetz*. La norma violata, per fondare una responsabilità civile per fatto illecito, deve essere una norma di legge che mira alla tutela di un altro soggetto (privato). Laddove la previsione normativa che si intende violata tuteli esclusivamente la comunità in sé e per sé considerata o lo Stato, non può infatti avervi applicazione del § 823, secondo comma BGB.

La giurisprudenza tedesca ha pertanto riconosciuto una responsabilità dell'intermediario *ex* § 823, secondo comma BGB per violazione del § 31 WpHG,

⁴⁹⁰Il testo in lingua originale del § 823, secondo comma BGB recita: "*Die gleiche Verpflichtung trifft denjenigen, welcher gegen ein den Schutz eines anderen bezweckendes Gesetz verstößt. Ist nach dem Inhalt des Gesetzes ein Verstoß gegen dieses auch ohne Verschulden möglich, so tritt die Ersatzpflicht nur im Falle des Verschuldens ein*".

⁴⁹¹Il primo comma del § 823 BGB sancisce tipicamente che chi lede antigiusdicamente con dolo o colpa la vita, il corpo, la salute, la libertà, la proprietà o un altro diritto altrui, è obbligato al risarcimento del danno da ciò derivante. Tale elenco viene considerato tassativo. Il testo della norma in lingua originale è il seguente "*Wer vorsätzlich oder fahrlässig das Leben, den Körper, die Gesundheit, die Freiheit, das Eigentum oder ein sonstiges Recht eines anderen widerrechtlich verletzt, ist dem anderen zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet*".

che viene quindi indicato quale norma di legge volta alla protezione del singolo investitore⁴⁹².

È evidente che tale ricostruzione è possibile solo riconoscendo una doppia natura giuridica della norma in esame, posto che nel caso in cui la stessa avesse mantenuto il solo carattere pubblicistico, alcun valore di *Schutzgesetz*, come sopra individuato, poteva essere riconosciuto al § 31 WpHG⁴⁹³.

Nel citato contesto, il regime di prescrizione dell'azione risarcitoria *ex* § 823, secondo comma BGB, assume particolare rilievo, in particolar modo con riferimento alla determinazione del *dies a quo* dal quale far decorrere il tempo utile per il perfezionamento dell'eventuale prescrizione.

Il *Wertpapiershandelsgesetz*, prima della riforma del 2009⁴⁹⁴, prevedeva infatti al § 37a una specifica norma che statuiva che la domanda di risarcimento del danno per violazione degli obblighi di informazione si prescriveva nel termine di tre anni, decorrenti dal giorno in cui si era concluso il contratto tra cliente e intermediario⁴⁹⁵.

⁴⁹²Si vedano, ad esempio, BGH 5.10.1999, XI ZR 296/08, in BGHZ, 142, 345 ss.; BGH 11.11.2003, in WM 2004, 24 ss.; BGH 24.7.2001, XI ZR 329/00, in NJW-RR 2002, 405; BGH 19.12.2006, XI ZR 56/05, in BGHZ, 170, 226 ss.

⁴⁹³In questo senso, ASSMANN-SCHNEIDER-KOLLER, *Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz*, sub § 31, Köln, 2006; GLADE, *Anlegerschutz bei Börsentermingeschäften im europäischen Vergleich*, Regensburg, 2002, 19 ss.; VORTMANN, *Handbuch zur Prospekthaftung und Anlageberatung*, Rz. 17, Stuttgart, 2000; SCHÄFER-MÜLLER, *Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen*, Rz. 33, Köln, 1999. Si legga inoltre TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 164, secondo il quale “*Verbreitet wird behauptet, bei den § 31 f. WpHG handele es sich um absolute Schutzgesetze in diesem Sinne. Nach ausdrücklichem Bekunden des Gesetzgebers sollen die genannten Vorschriften neben dem Funktionsschutz auch den Schutz des individuellen Anlegers bezwecken*”.

⁴⁹⁴Si tratta del *Gesetz zur Neuordnung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung*, del 31.7.2009, pubblicata in *Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009, Teil I, Nr. 50, ausgegeben zu Bonn am 4. August 2009*. Sul punto si legga il breve commento di WELLER, *Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags. Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie* von Bond bis Ille Deutsche Bank, in ZBB 3/11, 191 ss.

⁴⁹⁵Il § 37a WpHG recitava “*Der Anspruch des Kunden gegen ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf Schadensersatz wegen Verletzung der Pflicht zur Information und wegen fehlerhafter Beratung im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung verjährt in drei Jahren von dem Zeitpunkt an, in dem der*

Tuttavia nel 2009, a seguito dell'intervenuta riforma, la disposizione in questione è stata abrogata. Pertanto, in assenza di una espressa previsione legislativa in materia di intermediazione finanziaria, il termine prescrizionale dell'azione risarcitoria ex § 823, secondo comma BGB per la violazione dei doveri informativi a carico dell'intermediario, viene oggi individuato nei §§ 195 ss. BGB, in base ai quali il termine di prescrizione, sempre di tre anni, inizia a decorrere dalla fine dell'anno in cui l'investitore è venuto (o sarebbe dovuto venire) a conoscenza dell'omessa o errata informazione⁴⁹⁶.

Il rinvio alla disciplina generale in materia di prescrizione impone peraltro di individuare altresì un termine di prescrizione c.d. lungo, pari a dieci anni dalla conclusione del contratto (in base al disposto di cui al § 199, terzo comma, Nr. 1, BGB)⁴⁹⁷.

Si osserva che la ragione dell'abrogazione del § 37a WpHG è rinvenibile nella volontà del legislatore tedesco di incrementare la protezione dell'investitore⁴⁹⁸: ricondurre infatti la decorrenza del termine di prescrizione alla conoscenza della violazione dell'obbligo di informazione, consente una effettiva tutela del cliente, il quale altrimenti, atteso peraltro il termine breve di tre anni, avrebbe facilmente perso la possibilità di agire per il riconoscimento del risarcimento del danno subito, posto che nella maggioranza dei casi l'omessa o la mancata informazione non emerge contestualmente alla stipula del contratto di investimento, bensì successivamente.

Anspruch entstanden ist“.

⁴⁹⁶Si veda, in particolare, il primo comma del § 199 BGB. Un esempio pratico è il seguente. Un investitore compra nel settembre 2009 un prodotto finanziario e nel febbraio 2010 scopre di essere stato mal consigliato dall'intermediario e che, quindi, l'obbligo di informazione a suo favore è stato violato. In questo caso il termine triennale di prescrizione dell'azione per il risarcimento del danno decorre dal 31.12.2010. l'azione si prescriverà pertanto il 31.12.2013.

⁴⁹⁷Per completezza segnalo che l'abrogata disciplina di cui al § 37a WpHG rimarrà applicabile con riferimento alle azioni di risarcimento del danno presentate in data anteriore al 5.8.2009.

⁴⁹⁸Si rinvia in particolare a BRENDOW-VOGEL, *Unternehmenssanierung und Restrukturierung von Anleihen, Welche Verbesserungen bringt das neue Schuldverschreibungsrecht?*, in ZBB 2008, 8 ss.

La scelta operata dal legislatore tedesco di abrogare il § 37a WpHG è quindi senz'altro condivisibile, perché in armonia con la normativa europea di riferimento, diretta, come più volte evidenziato, a fornire una più ampia tutela all'investitore.

7. L'attuale orientamento della giurisprudenza

7.1 La pretesa risarcitoria per violazione del § 311, secondo comma BGB e la conseguente liquidazione del danno: il richiamo all'istituto della c.d. *Naturalrestitution* ex § 249 BGB

L'orientamento più recente e, peraltro, oggi prevalente in punto di determinazione della natura giuridica degli obblighi di informazione a carico degli intermediari finanziari è rappresentato, come abbiamo visto, dalla tesi del c.d. *Beratungsvertrag*, il cui riconoscimento comporta giocoforza evidenti ripercussioni anche sul piano rimediale per l'ipotesi di violazione del dovere di informazione medesimo.

Secondo tale ricostruzione, infatti, l'obbligo di informazione a carico dell'intermediario finanziario ex § 31 WpHG costituisce integrazione del disposto normativo di cui al § 311, secondo comma BGB⁴⁹⁹, che disciplina il generale dovere di informazione precontrattuale⁵⁰⁰.

⁴⁹⁹Tale norma è stata introdotta con la riforma del diritto delle obbligazioni in Germania nel 2002. Il § 311 II BGB recita: "*Ein Schuldverhältnis mit Pflichten nach § 241 Abs. 2 entsteht auch durch 1. Die Aufnahme von Vertragsverhandlungen, die Anbahnung Vertrags, bei welcher der eine Teil im Hinblick auf eine etwaige, 2. Rechtsgeschäftliche Beziehung dem anderen Teil die Möglichkeit zur Einwirkung auf seine Rechte, Rechtsgüter und Interessen gewährt oder ihn diese anvertraut, oder 3. Ähnliche geschäftliche Kontakte*".

⁵⁰⁰Il § 280 BGB recita: "*1. Verletzt der Schuldner eine Pflicht aus dem Schuldverhältnis, so kann der Gläubiger Ersatz des hierdurch entstehenden Schadens verlangen. Dies gilt nicht, wenn der Schuldner die Pflichtverletzung nicht zu vertreten hat. 2. Schadensersatz wegen Verzögerung der Leistung kann der Gläubiger nur unter der zusätzlichen Voraussetzung des § 286 verlangen. 3. Schadensersatz statt der Leistung kann der Gläubiger nur*

Il secondo comma del § 311 BGB, in particolare, richiamando a sua volta il secondo comma del § 241 BGB⁵⁰¹, positivizza la c.d. culpa in contrahendo, individuando così una disposizione che, per un certo verso, risulta corrispondente alla norma del codice civile italiano di cui all'art. 1337 c.c.⁵⁰². Si evidenzia inoltre che il § 241 BGB sancisce che il debitore è tenuto a soddisfare sia gli obblighi di prestazione (primo comma), che quelli di protezione (secondo comma), quindi anche quelli meramente accessori e, magari, nemmeno previsti espressamente dal contratto. La norma distingue infatti gli obblighi principali (*Hauptpflichten*) e quelli accessori (*Nebenpflichten*), che insieme costituiscono gli obblighi di prestazione (*Leistungspflichten*) contemplati dal primo comma, dagli obblighi di protezione (*Schutzpflichten*) previsti dal secondo comma.

La norma speciale di cui al § 31 WpHG, nel descritto contesto, pone quindi una *gesetzlicher Nebenpflicht*, ovvero una obbligazione legale accessoria, che svolge in questo modo una vera e propria funzione integrativa della norma generale di cui al § 311, secondo comma BGB⁵⁰³.

unter den zusätzlichen Voraussetzungen des § 281, des § 282 oder des § 283 verlangen“.

⁵⁰¹Per una lettura comparata della disciplina, si veda FAVA, *Il contratto*, Giuffrè, 2012, 141.

⁵⁰²Una lettura critica è stata proposta da LEHMANN, *Culpa in contrahendo*: Germania, Relazione al convegno “*Problemi attuali della responsabilità e dell’illecito in Italia e in Germania*”, Catania 6-7 ottobre 2006, in www.unict.it, il quale osserva come la riforma del BGB del 2002, offrendo una concezione ampia di culpa in contrahendo, deve essere valutata positivamente “ *fintanto che la disciplina codicistica tedesca continui a presentare evidenti lacune in materia di responsabilità per fatto illecito (nessun risarcimento ma semplice ristoro dei danni patrimoniali ai sensi del § 823 comma 1 BGB)*”. Tale richiamo normativo all’interno del citato § 311, secondo comma BGB consente peraltro di affermare che la fonte dell’obbligazione, che ha ad oggetto doveri cc.dd. di protezione, può essere rinvenuta nell’avvio delle trattative contrattuali (ad esempio nella formulazione di un contratto in cui una parte consente all’altra di incidere su suoi diritti, beni o interessi).

⁵⁰³In dottrina, si legga LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 70ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern – Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§ 31, 32 WpHG*, Berlin, 2000, 304 ss.; BALZER, *Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, in ZBB 1997, 262 ss.; SCHWARK, *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in HADDING-HOPT-SCHIMANSKY,

Tale orientamento, naturalmente, muove dalla premessa per cui il § 31 WpHG possiede una componente privatistica, derivante dal riconoscimento di una doppia natura giuridica della norma⁵⁰⁴.

Come poc'anzi anticipato, la violazione di tale obbligo comporta il riconoscimento di una responsabilità contrattuale dell'intermediario con conseguente possibilità per l'investitore, previa verifica dell'inadempimento da valutare caso per caso, di richiedere il risarcimento dei danni ai sensi del § 280 BGB, norma che presenta i connotati di una clausola generale e che statuisce che la violazione di un obbligo (di prestazione o di protezione) può far sorgere il diritto del creditore di pretendere il risarcimento del danno ove la predetta violazione sia imputabile al debitore.

Ai sensi del disposto di cui al § 280 BGB, infatti, il creditore ha diritto al risarcimento nei confronti del debitore qualora lo stesso abbia violato un obbligo derivante da un rapporto obbligatorio, sempreché suddetta violazione gli possa essere attribuita e imputata.

Sulla base di tali premesse è stato quindi possibile riconoscere una responsabilità contrattuale del debitore anche nel caso di violazione dei c.d.

Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, Berlin, 1996, 119 ss.

⁵⁰⁴Cfr. LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 85, secondo il quale “§ 31 WpHG stellt mithin auch eine Norm des Zivilrechts dar. Sie gestaltet im vorvertraglichen Bereich die gemäß §§ 311 Abs. 2, 241 Abs. 2 BGB bestehenden Schutzpflichten gesetzlich aus bzw. begründet sie, und stellt im vertraglichen Bereich gesetzlichen Nebenpflichten auf. Sie ist gesetzlicher Ausdruck der besonderen zivilrechtlichen Interessenwahrungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens“. Conformi, GRUNDMANN, in EBENROTH-BOUJONG+JOOST, *Handelsgesetzbuch, Kommentar*, München, 2001, 230 ss.; BUSCH, *Die Haftung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei der Anlagevermittlung und der Anlageberatung*, Frankfurt a.M., 1999, 59 ss.; NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in RWS-Forum Bankrecht, Köln, 1998, 249; Kümpel, *Wertpapierhandelsgesetz – eine systematische Darstellung*, Berlin, 1996, 161 ss.; SCHWARK, *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in HADDINGHOPT-SCHIMANSKY, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung*, Bankrechtstag 1995, Berlin, 1996, 1120 ss.; WALDECK, *Haftung aus Anlageberatung*, in CRAMER-RUDOLPH, *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung*, Frankfurt a.M., 1995, 652.

obblighi di protezione (*Schutzpflichten*) posti a tutela di persone (o cose) coinvolte nella prestazione contrattuale, quale per esempio quello nascente dal § 31 WpHG.

Autorevole dottrina⁵⁰⁵ ha tentato di tipizzare le diverse situazioni che originano, nella prassi, il rapporto tra intermediario e investitore, ciò anche al fine di vagliare la tenuta della tesi che riconosce l'applicabilità della disciplina risarcitoria contrattuale alla fattispecie che ci occupa.

Le situazioni di contatto individuate tra intermediario e cliente sono state sostanzialmente quattro e, come si vedrà, in ognuna di esse il contenuto del dovere di informazione di cui al § 31 WpHG è differente. Una prima ipotesi è rappresentata dal *bloßer Vertragsschluss* (“*execution only*”): con tale sintagma ci si riferisce all'ipotesi in cui il cliente, pienamente consapevole del prodotto finanziario che vuole acquistare, si rivolge all'intermediario al solo fine di stipulare il contratto quadro o di acquisto. In tale caso non potrà affermarsi che tra le parti sia stato concluso un *Beratungsvertrag* per fatti concludenti, posto che l'intermediario non avrà alcun potere di influenza nei confronti dell'investitore pienamente consapevole dell'operazione finanziaria che si accinge a concludere. L'obbligo di informazione pertanto si limita ad avere un contenuto “ridotto” e standardizzato, simile al contenuto di obblighi di informazione precontrattuale, di cui ai §§ 241, secondo comma e 311, secondo comma BGB. Laddove l'obbligo di informazione standardizzato venisse violato, il cliente avrà la possibilità di agire in giudizio al fine di ottenere il risarcimento del danno sulla base della violazione del combinato disposto dei citati §§ 241, secondo comma e 311, secondo comma BGB⁵⁰⁶.

La seconda ipotesi è rappresentata dal c.d. *Informationsgespräch vor Vertragsschluss*. In questa ipotesi, il cliente vincola la propria volontà con-

⁵⁰⁵Per un dettaglio si legga KRÜGER, *Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlage – Nebenpflicht statt Beratungsvertrag*, in NJW, 2013, 1845 ss.

⁵⁰⁶In dottrina si veda SEYFRIED-KUMPEL-WITTIG, *Bank- und Kapitalmarkt-recht*, Dr. Otto Schmidt, Köln, 2011; in giurisprudenza, in particolare, BGH, 11.11.2003, XI ZR 21/03, in NJW-RR, 2004, 484 ss.; BGH, 19.3.2013, XI ZR 431/11, in Beck RS 2013, 6896 ss.

trattuale all'esito di un colloquio con l'intermediario, colloquio che si rende necessario per la determinazione dell'oggetto del contrattuale e quindi per la conclusione del contratto medesimo. L'intermediario sarà tenuto quindi a fornirgli sia informazioni di carattere generale sui diversi prodotti, sia informazioni specifiche: si pensi, nella prassi, al cliente che si reca dall'intermediario senza avere necessariamente una specifica esigenza di acquistare un determinato prodotto, ma al solo fine di ottenere alcune informazioni generali in grado di permettergli di valutare se procedere o meno con un'operazione di carattere finanziario. Anche in questo caso, l'intermediario non è tenuto a fornire una informazione personalizzata: egli potrà limitarsi a fornire le delucidazioni richieste, avendo riguardo esclusivamente alla circostanza per cui il cliente possa comprendere adeguatamente quanto riferitogli (non si richiede tuttavia una verifica caso per caso, dovendo l'intermediario riferirsi allo standard di comprensione del cliente medio). Anche la violazione dell'obbligo di informazione, così come declinato nella fattispecie appena descritta, darà luogo a d una pretesa risarcitoria per inosservanza dei cennati §§ 241, secondo comma e 311, secondo comma BGB⁵⁰⁷.

La terza fattispecie, invece, è costituita dalla c.d. *Individuelle Empfehlung für Vertragsschluss*. Si tratta dell'ipotesi più diffusa: l'intermediario propone le proprie offerte e, concretamente, raccomanda al cliente una particolare di esse, nel rispetto del principio di adeguatezza al profilo particolare di quest'ultimo. È qui che si conclude tacitamente il cennato *Beratungsvertrag* l'obbligo informativo a carico dell'intermediario non si esaurisce quindi solo in quanto disposto dai §§ 241, secondo comma e 311, secondo comma BGB, entrando in gioco a tutti gli effetti il contenuto di cui al § 31 WpHG e i relativi doveri di adeguatezza e appropriatezza dell'informazione⁵⁰⁸.

⁵⁰⁷In dottrina si rinvia a KOLLER, in ASSMANN-SCHIEDER, *Wertpapierhandelsgesetz*, sub § 31, Köln, 2003; in giurisprudenza, si veda BGH, 11.9.2012, XI ZR 476/11, in BeckRS, 2012, 2103 ss.

⁵⁰⁸Cfr. le numerose pronunce del *Bundesgerichtshof* denominate "*Bond-Entscheidung*" già citate nel paragrafo 9 del presente capitolo. Si veda altresì, GRIGOLET, ANLEGGERSCHUTZ IM WERTPAPIERGESCHÄFT. VERANTWORTLICHKEIT DER ORGANMITGLIEDER VON

Infine, l'ultima ipotesi è rappresentata dal c.d. *Neutrale Beratungsvorvertragsschluss*. Si tratta del caso in cui le parti espressamente concludono un contratto di consulenza *tout court*. La sottoscrizione di tale specifico contratto comporta naturalmente la determinazione di un compenso, a favore dell'intermediario, legato alla specifica attività di consulenza. Dal punto di vista del contenuto degli obblighi informativi, è chiaro che in questa ultima fattispecie l'intermediario sarà tenuto a rispettare i doveri tipici del consulente, naturalmente più stringenti e rigorosi del cennato obbligo di informazione⁵⁰⁹.

È evidente, quindi, la necessità che il giudice indaghi, caso per caso, come si sia evoluto il rapporto tra le parti in causa, posto che l'obbligo di informazione, come abbiamo visto, può nel concreto declinarsi in diverse modalità.

In una materia dai lineamenti labili come quella oggetto del presente lavoro, ritengo quindi che la sensibilità dell'organo giudicante possa davvero fare la differenza e tentare di raggiungere un'effettiva parità di trattamento tra i singoli investitori.

Ci si chiede, infine, secondo quali criteri la giurisprudenza tedesca liquidi il danno subito dall'investitore.

I giudici di legittimità d'oltralpe, nell'applicare la disciplina del risarcimento del danno contrattuale, che si rinviene dalla lettura del combinato disposto di cui al § 280 BGB e al § 311, secondo comma BGB, alla violazione del dovere di informazione dell'intermediario finanziario, richiamano l'istituto della *Natural restitution* di cui al § 249 BGB, in base al quale il debitore è obbligato a restaurare lo *status quo ante*, mediante integrale restituzione

KREDITINSTITUTEN, Bankrechtstag, Schriftenreihe Der Bankrechtlichen Vereinigung, 2012; HERRESTHAL, *Die Rechtsprechung zu Aufklärungspflichten bei Rückvergütungen auf dem Prüfstand des Europarechts*, in WM, 2012, 2261 ss.

⁵⁰⁹Si veda, in particolare, HABSCHICK-EVERS, "Anforderungen an Finanzvermittler" – Studie im Auftrag des Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz, 2008, 85 ss.

della somma investita dal cliente⁵¹⁰.

Ciò che emerge dall'esame del consolidato orientamento giurisprudenziale tedesco appena delineato è innanzitutto la totale assenza di una molteplicità di voci di danno risarcibile: qualora la domanda risarcitoria venga accolta dall'organo giudicante, infatti, l'attore vedrà riconosciuto esclusivamente il diritto ad una liquidazione del danno che si concretizza nella restituzione dell'importo investito dallo stesso nell'operazione finanziaria.

Diversamente da quanto emerso nel capitolo precedente con riferimento all'esperienza italiana, dalla violazione del dovere di informazione contenuto nel § 31 WpHG potrà quindi conseguire esclusivamente una pretesa restitutoria, in capo all'investitore tedesco, nei confronti dell'intermediario finanziario⁵¹¹.

⁵¹⁰Tra i contributi più significativi si veda BÜLOW, *Aufklärungspflichten von Banken gegenüber Verbrauchern*, in NY, 2010, 221 ss.

⁵¹¹In giurisprudenza si leggano *ex multis* OLG Hamm, 3.3.2010, 31 U 106/08; OLG Frankfurt 9.12.2009, 23 U 2/09, in www.dejure.org. Si veda altresì STAUDINGER, *BGB Kommentar*, sub § 311, Beck-online, 2012.

CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. PREMESSA – 2. L’OBBLIGO INFORMATIVO A CARICO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI QUALE OBBLIGO DI CONSULENZA – 3. LA NULLITÀ DEL CONTRATTO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA PER VIOLAZIONE DELL’OBBLIGO INFORMATIVO QUALE RIMEDIO “ADEGUATO” – 4. LA QUALIFICAZIONE DELLA RESPONSABILITÀ DELL’INTERMEDIARIO IN TERMINI DI RESPONSABILITÀ DA CONTATTO SOCIALE QUALIFICATO: CONTRIBUTO ALL’INDIVIDUAZIONE DI UN RIMEDIO “EFFETTIVO” A TUTELA DELL’INVESTITORE

1. Premessa

Il tema dell’informazione nei contratti di intermediazione finanziaria è caratterizzato da un’elevata dose di complessità, che è dovuta ad almeno due fattori.

Il primo fattore di complessità riguarda l’inquadramento in sé degli obblighi informativi, che, anche al di là del settore dell’intermediazione, pone delicati problemi, solo in parte risolti.

Il secondo fattore deriva dalla circostanza che la materia dell’intermediazione finanziaria si colloca lungo il confine tra il diritto civile ed il diritto dei mercati finanziari e, più in generale, il diritto dell’economia, di tal che, per comprendere appieno le ragioni che stanno alla base delle scelte del legislatore in questo campo, è sempre indispensabile appropriarsi di concetti che trascendono l’ambito squisitamente giuridico, collocandosi in primo luogo nel mondo dell’economia e dei mercati.

Sotto questo profilo, come si è rilevato in corso d’opera, è particolarmente significativo che il legislatore europeo, artefice dell’attuale disciplina dell’intermediazione finanziaria, sembra essersi disinteressato, per molti versi, delle disposizioni riguardanti i contratti, per concentrarsi molto più dettagliatamente sulle norme relative all’organizzazione degli intermediari e dei mercati finanziari. L’impianto normativo esaminato è stato elaborato, quin-

di, in un'ottica tipicamente economica, tesa a rimuovere qualsiasi ostacolo che avrebbe potuto impedire l'ottimale funzionamento dei meccanismi di mercato.

In questa prospettiva si comprende perché, come avvertito in premessa, tutte le disposizioni relative ai contratti, tanto quelle sulla forma, quanto quelle sui doveri informativi dell'intermediario strettamente intesi, mirino in ultima analisi ad un medesimo risultato, rappresentato dalla riduzione o rimozione delle asimmetrie informative esistenti tra intermediari abilitati e clienti, in ragione della particolare complessità degli strumenti che in tali mercati vengono negoziati.

La disciplina dell'obbligo di informazione rappresenta peraltro solo uno dei numerosi profili di interesse che si presentano al giurista in quest'ambito. Molti sono infatti i temi inscindibilmente legati all'informazione: si pensi, solo per fare alcuni esempi, alla tematica dei requisiti soggettivi che deve possedere l'intermediario finanziario, o alla forma scritta richiesta *ad substantiam* per il contratto concluso dall'intermediario finanziario, oppure alle problematiche relative alla natura giuridica degli stessi, questioni tutte ampiamente esaminate nella prima parte del presente lavoro di dottorato.

Tuttavia, il tema degli obblighi d'informazione a carico degli intermediari finanziari e dei relativi rimedi in caso di violazione rappresenta senza dubbio lo snodo centrale dell'intera materia, costituendo l'aspetto in cui maggiormente si avverte la necessità di assicurare una tutela concreta all'investitore, come si è cercato di mettere in luce nella seconda parte della tesi, anche attraverso un'indagine comparatistica con l'esperienza tedesca.

2. L'obbligo informativo a carico degli intermediari finanziari quale obbligo di consulenza

La prima conclusione che è possibile trarre dall'indagine compiuta nella prima parte della ricerca concerne il contenuto dell'obbligo di informazione a carico dell'intermediario finanziario come regolato dall'art. 21 T.U.F., che

svolge una funzione di protezione dell'investitore, da considerarsi, quest'ultimo, quale contraente debole per definizione, e pertanto come *species* del *genus* consumatore.

Il significato intrinseco dell'obbligo di cui all'art. 21 T.U.F. può infatti essere effettivamente colto solo se lo si interpreta alla luce dell'asimmetria "di potere contrattuale" che caratterizza i contratti del mercato finanziario, normalmente contrassegnati dalla debolezza economica del contraente che aspira a conseguire un bene o servizio, di contro alla situazione di forza in cui di regola si colloca chi, agendo sul mercato in veste professionale, può facilmente imporre il regolamento giuridico ed economico del contratto.

L'articolata declinazione dell'obbligo nelle diverse sfaccettature esaminate (*Know-your-merchandise rule*, *Know-your-costume rule*, *Best execution rule*) e la formalizzazione ex lege dei principi di adeguatezza e appropriatezza dell'investimento consentono di affermare che l'informazione a carico dell'intermediario finanziario deve essere una informazione personalizzata e modellata "su misura" in relazione alle caratteristiche del rapporto e alla tipologia di cliente. Tale informazione, quindi, assume sostanzialmente i connotati di una vera e propria consulenza.

Ed è questa personalizzazione che esclude la qualificazione del dovere informativo in esame quale generico obbligo di comportamento secondo correttezza. Infatti, l'intermediario, che per adempiere a tale obbligazione deve dotarsi di una efficiente organizzazione di mezzi, è tenuto a compiere uno sforzo che va ben oltre la diligenza che potrebbe ritenersi ordinariamente richiesta nel caso in cui l'obbligazione in esame fosse qualificabile quale dovere di buona fede *strictu sensu* inteso, sempre che del dovere di buona si accolga la configurazione che ne dà la prevalente giurisprudenza di legittimità, ossia nei termini di una doverosità attenuata e contenuta nei limiti dell'apprezzabile sacrificio dell'interesse proprio dell'obbligato.

Proprio il carattere di "personalizzazione" dell'informazione induce a ritenere che l'art. 21 T.U.F. disciplini un vero e proprio obbligo di consulenza

di fonte legale, che tuttavia rimane a favore del solo cliente al dettaglio, considerato che il legislatore lo ha escluso in relazione alle altre categorie di investitore più esperte.

Ciò trova altresì conferma nella previsione della *best execution rule*, ovvero nella regola del c.d. “seguire l’interesse del cliente”, imposta all’intermediario finanziario dalla norma esaminata.

Tale conclusione trova peraltro conforto nella giurisprudenza e nella dottrina tedesche esaminate nel quinto capitolo del presente lavoro, le quali ipotizzano, cronologicamente già nel primo momento in cui le parti entrano in contatto tra loro, la conclusione tacita di un contratto di consulenza (*Beratungsvertrag*), con ciò qualificando l’informazione in esame quale obbligo di consulenza.

Come si è cercato altresì di dimostrare, questa ricostruzione consente inoltre di cogliere l’autentica natura dell’obbligo di informazione a carico dell’intermediario, assicurandone un’interpretazione conforme allo spirito della disciplina europea.

3. La nullità del contratto di intermediazione finanziaria per violazione dell’obbligo informativo quale rimedio “adeguato”

Il tema relativo all’individuazione dei rimedi civilistici azionabili in caso di violazione del cennato art. 21 T.U.F. è attualmente tuttora oggetto di ampio e in esaurito dibattito, nonostante siano intervenute a porre qualche punto fermo in merito le Sezioni Unite nn. 26724 e 26725 del 19.12.2007. Ancora oggi, infatti, le Corti italiane riconoscono a volte la nullità del contratto, altre volte la risoluzione dello stesso, altre volte ancora l’annullamento per dolo o per errore, ovvero il solo risarcimento del danno, con una gamma di soluzioni così disparate tra loro (un vero e proprio “*ambaradan*” di rimedi, per

usare le parole sagaci a cui ricorre Roppo in uno dei suoi preziosi contributi in argomento) da rendere all'interprete quanto mai arduo individuare anche solo un orientamento che possa definirsi prevalente.

Anche al fine di indagare le ragioni che hanno indotto la giurisprudenza più recente e parte della dottrina a non aderire all'indirizzo prospettato dai giudici di legittimità, il presente lavoro ha voluto evidenziare i profili di maggiore criticità della soluzione prospettata dalla Suprema Corte, con particolare riguardo all'esclusione dell'applicabilità dell'istituto della nullità al caso di specie, in considerazione del principio tradizionale di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento.

Pur nella consapevolezza della delicatezza della soluzione proposta, l'analisi che ne è seguita è giunta alla conclusione di attribuire alla norma contenuta all'art. 21 T.U.F. carattere di regola di validità, e, pertanto, di regola la cui lesione potrebbe comportare la nullità del contratto in esame.

Tale soluzione trae il proprio fondamento nell'interpretazione dogmatica più recente del cennato principio di non interferenza che distingue tra regole di validità e regole di buona fede: l'interpretazione, in particolare, che qualifica l'obbligo informativo in esame quale espressione di una norma di validità sulla base del fatto che il comportamento richiesto all'intermediario si distingue dal classico dovere di buona fede, poiché ha un contenuto che richiede al debitore di andare ben oltre l'apprezzabile sacrificio, come si è avuto modo di verificare nella prima parte del presente lavoro.

Si condivide, peraltro, l'osservazione svolta in dottrina secondo cui, nella scelta del rimedio per l'inosservanza degli obblighi in esame, l'interprete dovrebbe avvalersi di due parametri: l'individuazione della *ratio* della disposizione che impone l'osservanza del comportamento e la selezione del rimedio più idoneo ad attuare quella *ratio* nel caso concreto. Sulla base di queste premesse, la dottrina esaminata nel quarto capitolo riconosce, quale rimedio più adeguato, la nullità del contratto di investimento. Si tratta, secondo alcuni, di nullità di cui al primo comma dell'art. 1418 c.c. per violazione di una

norma di ordine pubblico; secondo altri, nullità per carenza di un elemento essenziale del contratto, l'oggetto, laddove la disinformazione – riguardando il profilo della convenienza dell'operazione – incide sul contenuto del patto e rileva sul piano della validità.

È evidente tuttavia che ammettere o meno l'azionabilità del rimedio della nullità nella fattispecie in esame dipende giocoforza dall'interpretazione che si accorda al tradizionale principio di non interferenza tra regole di validità e regole di buona fede, non potendo in ogni caso ritenersi ad oggi superato tale principio.

4. La qualificazione della responsabilità dell'intermediario in termini di responsabilità da contatto sociale qualificato: contributo all'individuazione di un rimedio “effettivo” a tutela dell'investitore

Ciò che tuttavia ha rappresentato l'esito più interessante della comparazione tra le normative dei due paesi europei osservati è senza dubbio l'aver appurato che, nonostante le contrapposte qualificazioni giuridiche delle disposizioni interessate, ovvero l'art. 21 T.U.F. e il § 31 WpHG, e nonostante il silenzio del legislatore europeo (e dei legislatori nazionali) circa l'individuazione del rimedio civilistico da applicare al caso di specie, l'indirizzo prevalente, sia in Italia che in Germania, predilige lo strumento risarcitorio.

In particolare, il cennato orientamento tedesco più recente, attraverso la ricostruzione del c.d. *Beratungsvertrag*, riconosce una pretesa risarcitoria di tipo contrattuale in capo all'investitore nei confronti del quale l'intermediario finanziario ha violato l'obbligo informativo.

Ad un risultato parzialmente difforme sono pervenute le citate Sezioni Unite della Cassazione italiana, le quali hanno riconosciuto il rimedio risarcitorio di natura precontrattuale per la violazione dell'obbligo informativo nella fase delle trattative e il rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento di un obbligo avente fonte legale nell'ipotesi in cui la violazione si sia perpetrata nel corso dell'esecuzione del contratto di investimento.

Una riflessione può però essere sviluppata se si appunta l'attenzione sull'importanza che la giurisprudenza tedesca attribuisce al "contatto" che si instaura tra investitore e intermediario finanziario (il c.d. "*Beratungsgespräch*"), dal quale, secondo questo orientamento, trae origine, tacitamente, l'obbligo di consulenza esaminato, con il conseguente riconoscimento di una responsabilità di matrice contrattuale in capo alla banca che viola tale obbligo.

È noto, infatti, come anche il nostro ordinamento riconosca ormai rilevanza giuridica al "contatto" tra le parti, attraverso la ricostruzione, elaborata dalla dottrina, ma recepita anche dalla giurisprudenza più recente, dell'istituto della responsabilità da contatto sociale qualificato, configurabile lì dove sussistano, tra gli altri, i presupposti della qualifica professionale di un soggetto e del legittimo affidamento dell'altro. La dottrina italiana ha, peraltro, elaborato tale istituto proprio muovendo dallo studio della disciplina tedesca del § 311 BGB, il quale rappresenta oggi la norma di riferimento della responsabilità precontrattuale all'interno dell'ordinamento tedesco.

La responsabilità dell'intermediario per violazione dell'art. 21 T.U.F. potrebbe quindi essere qualificata quale responsabilità da contatto sociale, sussistendone, nella fattispecie in esame, i presupposti.

Nessun dubbio, infatti, può sorgere in relazione all'esistenza del requisito professionale in capo all'intermediario, come è emerso nel secondo capitolo del presente lavoro: gli intermediari sono soggetti iscritti in appositi albi e possiedono conoscenze tecnico-professionali che mancano, per definizione, in capo al cliente al dettaglio.

Il legittimo affidamento, invece, deve essere riconosciuto in relazione alla funzione svolta non solo dall'intermediario abilitato, ma anche dalla disciplina concernente i doveri informativi a suo carico, volte entrambe alla tutela dell'integrità dei mercati finanziari. Ciò trova conferma nel riconoscimento della natura di norma di ordine pubblico dell'art. 21 T.U.F., il quale si pone a tutela del risparmio (di cui all'art. 47 della Costituzione) e dell'integrità dei mercati finanziari.

Da tale configurazione della responsabilità dell'intermediario consegue l'applicazione della disciplina codicistica della responsabilità contrattuale, che risulta invero più favorevole per l'investitore sia dal punto di vista dell'onere probatorio sia per quanto riguarda i termini di prescrizione dell'azione. La possibilità di richiamare la disciplina di cui agli artt. 1218 c.c. e ss., in luogo dell'oggi tuttora prevalente orientamento della giurisprudenza di legittimità volta ad accordare all'investitore in primo luogo il rimedio della responsabilità precontrattuale, si rileva di particolare interesse anche per il seguente motivo.

La Corte di Giustizia europea ha più volte evidenziato che, in mancanza di una specifica disciplina comunitaria, spetta all'ordinamento giuridico interno a ciascun Stato membro stabilire le modalità procedurali per garantire la salvaguardia dei diritti di cui i soggetti godono ai sensi dell'ordinamento comunitario, *“in forza del principio dell'autonomia processuale degli stati membri, a condizione tuttavia che tali modalità (...) non rendano in pratica impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio dei diritti conferiti dall'ordinamento giuridico comunitario (principio di effettività)”* (in questo senso, sentenza 26.10.2006, causa C-168/05).

Ne discende che l'individuazione di un rimedio coerente con il sistema, che accordi una disciplina di favore all'investitore, consente di dare esecuzione al principio di effettività come individuato dalla Corte di Giustizia.

Pertanto, alla stessa conclusione la Corte di Giustizia europea è pervenuta nel procedimento C-604/11, avente ad oggetto l'interpretazione dell'art. 19

della direttiva 2004/39/Ce, c.d. MiFID. In tale occasione, la Corte ha infatti affermato che “*spetta all’ordinamento giuridico interno di ciascuno Stato membro disciplinare le conseguenze contrattuali del mancato rispetto degli obblighi in materia di valutazione previsti dall’art. 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 da parte di un’impresa di investimento che propone un servizio di investimento, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività*”.

Tale conclusione può essere condivisa se si considera che la direttiva MiFID non ha previsto espressamente alcuna tipologia rimediale a favore dell’investitore, e che, pertanto, l’individuazione dello specifico strumento rimediale deve oggi necessariamente essere demandato allo Stato membro.

Tuttavia, fintanto che le soluzioni prospettate ed attuate nei singoli ordinamenti nazionali non trovano una determinazione unitaria, a parere di chi scrive, l’intento di armonizzazione massima del legislatore europeo non potrà ritenersi raggiunto. L’uniformità a cui aspira il legislatore europeo, infatti, rischia di essere realizzata solo in parte laddove, a fronte di una normativa comune dei profili sostanziali, sia demandato al diritto interno dei singoli Stati la scelta in merito ai rimedi civilistici da applicare nei rapporti privati tra intermediari e clienti.

Se si guarda in particolare all’esperienza italiana, l’attuale “ambaradan” di rimedi che qui si richiamano evidenzia, infatti, uno stato dell’arte certamente più confuso e articolato rispetto al quadro tedesco, che invece graniticamente riconosce il solo diritto al risarcimento del danno, fondato nei termini che nel corso del lavoro si sono rappresentati.

La circostanza che una norma di derivazione comunitaria veda in concreto soluzioni attuative così profondamente diversificate all’interno di un singolo ordinamento, e così variegata anche rispetto alle soluzioni adottate in altri Stati membri, sembra minare nel profondo l’esigenza dell’armonizzazione a livello europeo e, quindi, proprio quel principio di effettività a cui la Corte di Giustizia si richiama, dovendosi l’effettività parametrare anche al grado

di omogeneità delle applicazioni concrete delle norme europee nel più ampio quadro dell'Unione.

Sarebbe, quindi, quanto mai opportuno che, come è già accaduto in altri settori dell'ordinamento, fosse il legislatore europeo (ispiratore e, dopo la riforma MiFID, autore materiale della normativa in materia di intermediazione finanziaria) a prendere espressamente posizione in tema di rimedi civilistici da applicare alle ipotesi di violazione di doveri informativi nella materia in esame.

Occorre, infatti, sempre rammentare come la disciplina dettata per gli intermediari abilitati abbia lo scopo precipuo di orientare l'azione di tali soggetti alla tutela dell'investitore, perché solo attraverso la tutela di quest'ultimo e, segnatamente, attraverso la riduzione dell'asimmetria informativa che lo caratterizza nel rapporto col professionista, riduzione perseguibile mediante differenti linee di intervento concrete (quali i vincoli di forma, le norme di comportamento e le regole di organizzazione interne che garantiscono la trasparenza nell'azione degli operatori di mercato), passa la garanzia dell'effettiva integrità dei mercati.

ZUSAMMENFASSUNG

Ziel der Arbeit

Meine Doktorarbeit hat die Überprüfung der Vorschriften über die Informationspflicht im Bereich des breiten Sektors der Verträge zum Gegenstand. Hierbei handelt es sich um Verträge die über den Verkauf von Finanzprodukten mit Finanzmittlern geschlossen werden, wobei insbesondere auf das Problem bezüglich der Folgen der Verletzung der Aufklärungspflicht und der Bestimmung der privatrechtlicher Abhilfe Bezug genommen wird.

Dieser besondere Aspekt stellt nur einen von den vielen Profilen der untersuchten Regeln dar, die mit dem Thema der Aufklärungspflicht in Verbindung gebracht werden können: Man denke nur, zum Beispiel, an die Frage der subjektiven Voraussetzungen, die ein Finanzintermediär erfüllen muss oder an die *ad substantiam* vorgeschriebene schriftliche Form, die ein Vertrag haben muss, der von einem Finanzintermediär abgeschlossen wird oder auch an die Probleme bezüglich der juristischen Natur von diesen. Auch wenn sie weniger Komplexität aufweisen als die Fragen über die Informationspflicht sind all diese Aspekte in Italien Gegenstand großer Aufmerksamkeit sowohl in der Lehre als auch in der höchstrichterlichen und tatrichterlichen Rechtsprechung.

Meines Erachtens stellt allerdings das Thema der Informationspflicht und der entsprechenden Abhilfe in Bezug auf deren Verletzung sicherlich das zentrale Gelenk der Materie dar und aus diesem Grund werde ich diese Aspekte heute behandeln.

Zunächst kommt die Frage auf, welchen materiellen Inhalt die Informationspflicht hat. Ferner wird damit mit klar, welche zivilrechtlichen Rechtsbehelfe im Falle einer Verletzung der Informationspflicht vorhanden sind.

Durch eine Analyse der italienischen und deutschen Rechtsvorschriften diesbezüglich und ihrer Auslegung werde ich also versuchen, die Unterschei-

ungsmerkmale hervorzuheben und damit einen rechtsvergleichenden Überblick der Materie anzubieten.

Die Europäische Richtlinie und ihre Umsetzung in Italien und Deutschland

Die Quelle der Informationspflicht liegt bekanntermaßen in zahlreichen europäischen Richtlinien. Ich möchte mich insbesondere auf die Richtlinie 93/22/EWG (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie) beziehen, die später durch die Richtlinie 2004/39/EWG (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente), als MiFID bekannt und die Richtlinie 2014/65/EWG, als MiFID II bekannt, geändert wurde (die hier nicht untersucht wird, da sie nicht die Informationspflicht betroffen hat).

Der gemeinschaftliche Ursprung der untersuchten Informationspflicht macht das rechtsvergleichende Studium der nationalen Umsetzungsvorschriften zweifelsohne noch interessanter. Die *Aufklärungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens* ist in Art. 11, Abs. 1, der Richtlinie von 1993, geregelt (heute Art. 19 Richtlinie von 2004), welcher folgenden Wortlaut hat: „Die Mitgliedstaaten erlassen Wohlverhaltensregeln, welche die Wertpapierfirmen fortwährend einzuhalten haben. Diese Regeln müssen zumindest die Beachtung der unter den nachstehenden Gedankenstrichen aufgeführten Grundsätze gewährleisten und so angewandt werden, daß der Professionalität der Person Rechnung getragen wird, für die die Dienstleistung erbracht wird. Die Mitgliedstaaten wenden diese Regeln gegebenenfalls auch auf die in Abschnitt C des Anhangs genannten Nebendienstleistungen an. Gemäß diesen Grundsätzen muß die Wertpapierfirma - bei der Ausübung ihrer Tätigkeit recht und billig im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden und der Integrität des Marktes handeln; - ihre Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden und der Integrität des Marktes ausüben; - über die für einen erfolgreichen Abschluß

ihrer Tätigkeit erforderlichen Mittel und Verfahren verfügen und diese wirksam einsetzen; - von ihren Kunden Angaben über ihre finanzielle Lage, ihre Erfahrung mit Wertpapiergeschäften und ihre mit den gewünschten Dienstleistungen verfolgten Ziele verlangen; - bei den Verhandlungen mit ihren Kunden alle zweckdienlichen Informationen in geeigneter Form mitteilen; - sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten bemühen, und, wenn sich diese nicht vermeiden lassen, dafür sorgen, daß ihre Kunden nach Recht und Billigkeit behandelt werden; - alle für die Ausübung ihrer Tätigkeit geltenden Vorschriften im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden und der Integrität des Marktes nachkommen“.

Die italienische Rechtsordnung hat die gemeinschaftliche Vorschrift umgesetzt und mit dem Gesetzesdekret Nr. 58/1998 ein Vereinheitlichtes Finanzgesetz (T.U.F.) verabschiedet, das alle Vorschriften in dieser Materie umfasst und die Regelung der genannten Artikel der Richtlinien besonders in Artikel 21 des T.U.F. enthält.

Durch eine ähnliche Gesetzgebungstechnik hat auch die deutsche Rechtsordnung die Richtlinie in einem Sondergesetz umgesetzt, bekanntlich das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Die Aufklärungspflicht ist insbesondere in § 31 WpHG geregelt.

Der übernationalen Regelung kann man zwei Grundprinzipien entnehmen, die einen Rahmen darstellen, in dessen Grenzen der nationale Gesetzgeber sich bei der Umsetzung ausdrücken musste: einerseits, der Schutz des Anlegers, der als der schwächere Vertragspartner angesehen wird, und andererseits der Schutz der Funktion des Finanzmarktes, global betrachtet.

Die Deklination des Inhalts der Informationspflicht

Der Inhalt der Pflicht, um die es hier geht, ist besonders vielschichtig, da dieser aus einer Vielzahl von Verhaltensregeln besteht, die die Wertpapierdienstleistungsunternehmen einhalten müssen. Als erstes ist vorgesehen, dass

bei der Vorstellung der Dienstleistungen und der Investitionstätigkeiten (und Zusätzlichem) die zuständigen Personen sich „mit Sorgfalt, Korrektheit und Transparenz verhalten müssen, um den Interessen der Kunden und der Finanzmarktintegrität am besten zu dienen“ (*Art. 21 Absatz 1 Buchstabe a) des Vereinheitlichten Finanzgesetzes*)

Trotzdem scheint es schwierig, bei einer solch komplizierten und technischen Materie, wie der finanziellen Intermediation, die Aufgabe der Bestimmung des richtigen Verhaltens der Operateure in dieser Branche reinen Generalklauseln zu überlassen (wie den oben genannten). Aus diesem Grund wurden Vorschriften erlassen, die detaillierte Regeln enthalten und so den Inhalt des Art. 21 des Einheitlichen Finanzgesetzes konkretisieren. Hier wird insbesondere auf die Art. 27 ff. der Verordnung der Nationalen Kommission für Gesellschaften und die Börse (CONSOB) Nr. 11690/2007 verwiesen, welche festgelegt hat, dass die erteilten Informationen „korrekt“, „klar“ und „nicht irreführend“ sein müssen. Darüber hinaus müssen die Informationen geeignet sein, dem Kunden ein „vernünftiges Verständnis“ der Natur und der Eigenschaften des jeweils empfohlenen Finanzinstruments zu ermöglichen. Der Rechtsbegriff eines vernünftigen Verständnisses Seitens des Kunden stellt meines Erachtens einen der wichtigsten Aspekte des komplexen Systems der Informationspflichten dar, das übrigens mit einer außerordentlichen innovativen Reichweite versehen ist⁵¹².

Das erforderliche Verständnisniveau hängt nicht nur von den oben genannten Eigenschaften der Informationen (Korrektheit, Klarheit und die Pflicht, ausreichend detailliert zu sein), sondern auch unweigerlich von der Fähigkeit des einzelnen Abnehmers ab, die Information zu entschlüsseln. Sowohl die höchstichterliche als auch die tatrichterliche Rechtsprechung hat in Italien behauptet, dass die Information an das *Verständnisniveau* angemessen sein muss⁵¹³. Auf diese Weise wird auf eine Aufklärungspflicht mit flexiblem und

⁵¹²Vgl. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 199 ss..

⁵¹³APP. MILANO, 19.12.2006; TRIB. CATANIA, 8.2.2007, TRIB. ROMA, 11.3.2005;

abgestuftem Inhalt abgestellt, die die Last auf die Wertpapierdienstleistungsunternehmen überträgt, das *Verständnisniveau der Kunden* im Voraus zu prüfen.

Aus diesen Gründen und mit dem Zweck, den Inhalt der Informationspflicht zu definieren, hat die italienische Lehre eine Einstufung des Inhalts der Informationspflicht in drei Kategorien vorgenommen, die nach dem Grad der Vertiefung des Verhältnisses zwischen dem Intermediär und dem Kunden unterschieden werden. Die erste Kategorie umfasst Informationen, die als Standardinformationen definiert werden können und betrifft die Phase der Sammlung von Informationen über den Kunden und der Erteilung der Informationen an den Kunden⁵¹⁴. Der zweite Teil betrifft diejenigen Informationen, die es ermöglichen, die Angemessenheit und die Geeignetheit der Operation zu bewerten⁵¹⁵. Dabei handelt es sich um Informationen mit gründlicherem Inhalt. Die dritte Kategorie betrifft schließlich die Informationspflichten, die zur Lösung von Interessenkonflikten dienen⁵¹⁶.

Es muss hervorgehoben werden, dass solche Verhaltenspflichten nicht nur in der Phase des Vertragsabschlusses beachtet werden müssen, sondern auch bei der Ausführung des Vertrags und zwar „zum Schutz der Interessen der

TRIB. TREVISO, 10.10.2005; TRIB. ROMA, 23.5.2005, in www.ilcaso.it.

⁵¹⁴Vgl. Art. 27 ss. Regolamento Consob n. 16190/2007.

⁵¹⁵Vgl. Art. 39 ss. Regolamento Consob n. 16190/2007. In die italienische Lehre: F. GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; V. SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; V. SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, 557 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; F. SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 997 ss.; E. VENTURI, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 11 ss.

⁵¹⁶Vgl. APP. TORINO, 4.4.2011; APP. TORINO, 19.10.2007; TRIB. PIACENZA, 30.11.2010; TRIB. MASSA, 26.9.2008; TRIB. MILANO, 22.11.2006; TRIB. ROMA, 17.11.2005, in www.ilcaso.it. In die italienische Lehre: L. CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016 ss.

Kunden und der Marktintegrität“.

Sobald die Informationen für den Kunden und über diesen gesammelt wurden, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Anleger einige entscheidende Informationen unter Beachtung der auch als *suitabilityrule* bekannten Angemessenheitsregel liefern. Die *suitabilityrule* ist eine Verhaltensregel angelsächsischer Herkunft und wurde in der italienischen Rechtsordnung mit Art. 29 der Verordnung Nr. 11522/1998 der CONSOB eingeführt. Dieserverbot den Intermediären mit den Investoren und zu ihren Gunsten Operationen durchzuführen, die nach Typologie, Gegenstand, Häufigkeit oder Dimension unangemessen sind⁵¹⁷.

Ein besonders wichtiger Aspekt im Rahmen der ganzen Regelung ist ohne Zweifel die gesetzliche Pflicht des *Wertpapierdienstleistungsunternehmens*, „dem Interesse der Kunden am besten zu dienen“, wie es von Art. 21 Abs. 1 Buchstabe a) des Vereinheitlichten Finanzgesetzes vorgesehen ist. Diese Pflicht wird nicht nur durch die Einhaltung der oben genannten Verhaltensregeln erfüllt, sondern auch durch die Ausführung der sogenannten *bestexecutionrule*, die dem Intermediär auferlegt, alle notwendigen Maßnahmen zu treffen, damit die Aufträge des Kunden unter den für diesen günstigsten Bedingungen ausgeführt werden⁵¹⁸.

⁵¹⁷Die *suitability rule* war in NASD Conduct Rule geregelt: „*Recommenda-tions to Customers (Suitability): (a) In recommending to custode the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such custode upon the basis of the facts, if any, disclosed by such custode upon the basis of the facts, if any, disclosed by such custode as to his other security holdings and as to his financial situation and needs. (b) Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning: (1) the customer's financial status; (2) the customer's tax status; (3) the customer's investment objectives; (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to customer; (c) for purpose of this rule, the term "non-institutional customer" shall mean a custode that does not qualify as an "institutional account" under Rule 3110(c) (4)*“. Vgl. PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets, Law and Economics of conduct of Business Regulation*, 2012 Int. Rev. Law Ec., 479 (2000).

⁵¹⁸Vgl. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuf-

Wie bereits vorweggenommen, finden wir die Umsetzungsvorschriften der gemeinschaftlichen Regeln in der deutschen Rechtsordnung in § 31 WpHG, welcher dieselben Merkmale des italienischen Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes nachzeichnet: die gemeinschaftlicher Herkunft ist hier offensichtlich.

Der Hauptgrundsatz des komplexen Systems der Informationspflichten, nach dem das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Pflicht hat, mit Kompetenz, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse des Kunden zu handeln, inspiriert auch den ersten Teil von § 31 WpHG.

Der Wortlaut dieser Vorschrift hebt eindeutig das Bestehen einer Pflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens hervor, zu verstehen, welche die Absicht und das Interesse des Investors beim Durchführen einer bestimmten Operation sind.

Von dem italienischen Gesichtspunkt her gesehen, ist die deutsche Erfahrung besonders interessant. Im Unterschied zur italienischen Lehre hat nämlich die deutsche Lehre trotz praktisch identischer Normformulierungen (die sich aus der EU-Richtlinie ergeben), das komplexe Thema des Bestehens und des Charakters der im WpHG enthaltenen Informationspflichten viel sorgfältiger analysiert. Insbesondere hat die deutsche Lehre mit besonderer Tiefe den Inhalt des Begriffs „Interesse des Kunden“ und seinen Einfluss auf den Inhalt der Informationspflicht der Wertpapierdienstleistungsunternehmenserforscht.

Die Hauptmerkmale dieses Begriffs haben sich damit langsam herausgebildet: wie die deutsche Lehre herausgestellt hat, würde das Interesse des Kunden sich demnach durch die Umsetzung des Bedürfnisses des Kunden,

frè, 2012, 405 ss. Vgl. auch CESR/07-320 „*Best Execution under MiFID – Questions & Answer*“ von Mai 2007: “*CESR considers that where a retail client requests additional information about a firm’s execution policy and such a request is reasonable and proportionate, the firm, by virtue of its duty to act fairly and professionally, should consider honouring such a request, especially where such information is needed to enable the client to make a properly informed decision about whether to utilize, or continue utilizing, the services of the firm*”.

den man schützen will (man spricht von der Schutzbedürftigkeit des Kunden), und durch die Überprüfung des von ihm angestrebten Ziels seitens des Wertpapierdienstleistungsunternehmens konkretisieren⁵¹⁹.

Der von der deutschen Lehre angebotene Ansatz ist damit das Gegenteil dessen, was von der italienischen Lehre und Rechtsprechung angeboten wird. Die deutschen Kommentatoren der Vorschrift haben sich mit den Informationspflichten der Intermediäre erst dann beschäftigt, als sie die Tragweite des im Ausdruck „im Interesse seiner Kunden zu erbringen“ eingeschlossenen Konzepts ermittelt haben. Im Gegensatz dazu hat die überwiegende italienische Literatur sich fast ausschließlich damit beschäftigt, die besondere Informationspflicht unter die vorvertraglichen Informationspflichten einzuordnen, und Überlegungen in Bezug auf das „Interesse des Kunden“ am Rande gelassen. Auf diese Weise besteht aber die Gefahr, die innovative Tragweite der europäischen Vorschrift nicht vollständig zu begreifen.

Ich bin der Auffassung, dass der von der deutschen Lehre und Rechtsprechung erarbeitete Grundsatz eine Schlüssellektüre darstellt, die in der Lage ist, die Ratio der Regelung des europäischen Gesetzgebers zu begreifen, und es vor allem ermöglicht, die Besonderheit der Informationspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens im Vergleich zu anderen allgemeinen Informationspflichten, die die Rechtsordnungen des Civil Law im Bereich der vorvertraglichen Phase kennen, zu verteidigen.

Sobald es festgestellt wurde, dass das Konzept „die Interessen des Kunden zu verfolgen“ das Herz der hier untersuchten Materie darstellt, ist es auch leichter zu verstehen, dass die einzelnen Informationen, die der Intermediär vom Kunden sammeln und diesem geben muss, nichts anders als in-

⁵¹⁹Vgl. KÜMPEL, *Das Effktengeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes*, in WM, 1993, 2026 ss.; SCHWARK, *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in HADDING-HOPT-SCHIMANSKY, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995*, Berlin, 1996, 127; KÖNDGEN, *Wie-viel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde? Bemerkungen zum Richtlinienentwurf des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zu § 35 Abs. 2 WpHG*, in ZBB, 1996, 361 ss.; CAHN, *Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG*, in ZHR, 1998, 39 ss.

strumentelle Pflichten zur Umsetzung jenes Interesses und damit ein Mittel sind, den Vermögensschutz und die Vertragsfreiheit des Kunden zu erreichen.

Daher hat der deutsche Gesetzgeber verschiedene Arten von Regeln vorgesehen, die dazu dienen sollen, „die Interessen des Kunden zu erbringen“, d.h. die Explorationspflicht im zweiten Absatz, Nr. 1, von § 31 WpHG (Ausdruck der „*Knowyourcustomerrule*“) und die Informationspflicht im zweiten Absatz, Nr. 2, von § 31 WpHG (Ausdruck der „*Knowyourmerchandiserule*“)⁵²⁰.

Das Unternehmen ist insbesondere dazu verpflichtet, die Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden bei den konkret in Aussicht genommenen Anlagegeschäften die vom Kunden mit diesen Geschäften verfolgten Ziele und – soweit für die jeweilige Anlageentscheidung von Bedeutung – seiner finanzielle Verhältnisse zu erforschen (Explorationspflicht). Demzufolge muss das Unternehmen dem Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitteilen, soweit dies zur Wahrung seiner Interessen und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist (Informationspflicht)⁵²¹.

Im Gegensatz zu Italien hat Deutschland sofort eine Diskussion über die

⁵²⁰Der § 31, II, Nr. 1 WpHG lautet: *“Alle Informationen einschließlich Werbemitteilungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kunden zugänglich machen, müssen redlich, eindeutig und nicht irreführend sein. Werbemitteilungen müssen eindeutig als solche erkennbar sein. § 302 des Kapitalanlagegesetzbuchs und § 15 des Wertpapierprospektgesetzes bleiben unberührt. Sofern Informationen über Finanzinstrumente oder deren Emittenten gegeben werden, die direkt oder indirekt eine allgemeine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten, müssen 1. die Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Anforderungen des § 33b Abs. 5 und 6 sowie des § 34b Abs. 5, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach § 34b Abs. 8, oder vergleichbaren ausländischen Vorschriften entsprechen oder 2. die Informationen, sofern sie ohne Einhaltung der Nummer 1 als Finanzanalyse oder Ähnliches beschrieben oder als objektive oder unabhängige Erläuterung der in der Empfehlung enthaltenen Punkte dargestellt werden, eindeutig als Werbemitteilung gekennzeichnet und mit einem Hinweis versehen sein, dass sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und dass sie einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen nicht unterliegen”*.

⁵²¹Vgl. TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 205 ss.; ARENDTS, *Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung*, München, 1998, 18.

rechtliche Natur der Informationspflicht eingeleitet, die mit der europäischen Richtlinie eingeführt wurde. Man hat sich nämlich gefragt, ob § 31 WpHG lediglich eine öffentlich-rechtliche Vorschrift darstellt oder auch eine privatrechtliche Wirkung hat⁵²².

Wenn man aus Raumgründen die zahlreichen aus den neunziger Jahren bis heute in der deutschen Lehre erarbeiteten Meinungen in der vorliegenden Zusammenfassung außer Acht lässt⁵²³, muss es hier angeführt werden, dass die neuesten Stellungnahmen die Zweideutigkeit der hier behandelten Regelung vertreten haben. Diese Auslegung beruht als Erstes auf der Grundlage des Wortlauts der Vorschrift, welche sich darum bemüht, nicht nur das Interesse des gesamten Finanzmarktes, sondern auch das des Einzelnen Kunden zu schützen, woraus sich das Bestehen einer Zweiteilung zwischen dem öffentlich-rechtlichen und dem zivilrechtlichen Charakter der Vorschrift bestimmt wird. Diese Zweiteilung würde darüber hinaus seine Bestätigung in dem Entwicklungsexkurs des europäischen Gesetzgebers der letzten Jahrzehnte finden, der seine Aufmerksamkeit nicht nur dem Schutz des guten Funktionierens der Märkte sondern auch dem Schutz der sogenannten schwachen Partei gewidmet hat.

In diesem Zusammenhang ist die öffentlich-rechtliche Vorschrift in § 31 WpHG von besonderer Bedeutung; § 31 WpHG gebietet die Aufsicht der Bundesanstalt (in ihrer Funktion als Staatsorgan) über den Betrieb des Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Die nötige Aufsichtskompetenz der Durchführung der Aufklärungspflicht zwischen Unternehmen und Kunden von Seiten

⁵²²Vgl. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e impr.*, 2008, 908-909.

⁵²³LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004, 5 ss.; LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern – Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§ 31, 32 WpHG*, Berlin, 2000, 300 ss.; SCHÖN, *Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, Hamburg, 1998, 104 ss.

der Bundesanstalt (gemäß §§ 31, 35, 36, 36a WpHG) ist sehr wichtig⁵²⁴.

Meiner Auffassung nach haben diese Vorschriften den Teil der europäischen Norm gut erfasst, die in den Informationspflichten eine Schutzfunktion des Finanzmarktes sieht. Die richtige Funktionsweise der vorgesehenen Informationspflichten gewährleistet in der Tat nicht nur einen transparenteren Markt, sondern vermeidet auch wirtschaftliche Verluste, die langfristig zu nichts anderem als zur Korrosion der Integrität des Finanzsystems führen würden.

Die *Ratio* dieser Vorschrift kann also nicht allein in dem einfachen Bedürfnis liegen, den schwächeren Kontrahenten vor eventuellen Missbräuchen zu schützen, sondern sie muss auch in der Notwendigkeit erkannt werden, ein korrektes Funktionieren des Marktes zu garantieren. Um dies zu unterstützen, möchte ich auf Art. 11 der Richtlinie 93/22/EWG verweisen, woraus die untersuchte Norm ihre Grundlage herleitet und der im ersten Absatz die Grundsätze aufstellt, die bei der Ausübung der finanziellen Tätigkeit eingehalten werden müssen, um ausdrücklich sowohl das Interesse des Kunden als auch die Integrität der Märkte zu schützen.

Ich bin der Auffassung, dass die überprüfte Rechtsnorm ohne Zweifel ein öffentlich-rechtliches Merkmal besitzt, das nicht nur in ihrer Funktion des Schutzes des Finanzmarktes an sich zum Ausdruck kommt, sondern auch in der Funktion (die auch in diesem Fall typisch öffentlich-rechtlich ist), eine Kontrolle über die Durchführung und Einhaltung der Verhaltensregeln zu sichern.

Für einen die privatrechtliche Sonderverbindung gestaltenden Zweck von § 31 WpHG spricht zunächst der Wortlaut der Vorschrift. Gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Dienstleistungen im Interesse des Kunden zu erbringen. Damit knüpft das Gesetz

⁵²⁴Vgl. MAURER, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, § 24, München, 2000; EHLERS, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht – Zugleich eine Besprechung des gleichnamigen Buches von Detlev Schmidt*, Verw., 1987, 373 ss. Vgl. auch PEINE, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, Heidelberg, 2000, Rdn. 43.

an das vertragliche oder vorvertragliche Schuldverhältnis an. § 31 WpHG hat nach der Auffassung des Gesetzgebers unter anderem die Funktion, den einzelnen Anleger zu schützen. Ein Verstoß gegen die Informationspflicht von § 31 WpHG kann zur Schadenersatzverpflichtung führen. Dabei ordnet der Gesetzgeber die Informationspflicht von § 31 WpHG ebenfalls dem Bereich der Sonderbeziehung zu, wenn er ausführt, es sei unerheblich, ob die Informationspflichten sich unmittelbar aus dem Vertragsverhältnis zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Kunden ergeben oder gesetzlich vorgeben sind⁵²⁵.

Meines Erachtens liegt der Verdienst der deutschen Lehre im Zusammenhang mit der Bejahung des sowohl öffentlich-rechtlichen als auch zivilrechtlichen Charakters der Vorschrift darin, die tatsächliche und vollständige juristische Natur der Norm ermittelt und einen Ansatz (nämlich das Zusammenleben zwischen dem öffentlich-rechtlichen und dem privatrechtlichen Aspekt) angeregt zu haben, der weniger verbreitet in der italienischen Diskussion ist. In der Tat hat sich in der italienischen Literatur und Rechtsprechung nie effektiv der öffentlich-rechtliche Charakter der fraglichen Vorschrift herausgestellt (Artikel 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes), obwohl dieses Element meiner Meinung nach der Ratio der Norm innewohnt und auch auf der privatrechtlichen Ebene wichtige Folgen haben kann.

⁵²⁵In die Lehre, vgl. RÜTHERS, *Rechtstheorie. Begriff, Geltung und Anwendung des Rechts*, Rdn. 66, München, 1999; LORENZ, *Der Schutz vor dem unerwünschten Vertrag – Eine Untersuchung von Möglichkeiten und Grenzen der Abschlußkontrolle im geltenden Recht*, München, 1997; GRIGOLEIT, *Vorvertragliche Informationshaftung: Vorsatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken*, München, 1997; ABEGGLEN, *Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft*, Bern, 1995; MÜLLER, *Vorvertragliche und vertragliche Informationspflichten nach englischem und deutschem Recht*, Heidelberg, 1994; JOST, *Vertragslose Auskunft- und Beratungshaftung*, Baden-Baden, 1991; LOGES, *Die Begründung neuer Erklärungspflichten und der Gedanke des Vertrauensschutzes*, Berlin, 1991; BREIDENBACH, *Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss*, München, 1989; SCHMIDT, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht*, Baden-Baden, 1985, 255 ss.; BACHOF, *Über öffentliches Recht*, in *Festgabe aus Anlaß des 25jährigen bestehens des Bundesverwaltungsgerichts*, München, 1978, 8 ss.; WOLFF, *Der Unterschied zwischen öffentlichem und privatem Recht*, AöR 76, 1950, 205 ss.

Der Beitrag der deutschen Lehre und Rechtsprechung ist darüber hinaus unter dem Aspekt der Bestimmung des Informationsinhalts interessant, den der Intermediär dem Investor liefern muss – Dieser Inhalt ist nämlich an den Inhalt einer echten Beratungspflicht gemessen. Aus Raumgründen ist es hier nicht möglich, auf diesen Aspekt einzugehen, und daher werde ich mich darauf beschränken, einige Urteile des Bundesgerichtshofs im Bereich von Derivatverträgen zu erwähnen, die ein Informationsmodell des Wertpapierdienstleistungsunternehmens erarbeitet haben, das aus zwei Ebenen besteht und als „zweistufiges Informationsmodell“ bezeichnet wird⁵²⁶.

⁵²⁶ LANG, *Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistung*, München, 2003, § 11, Rz. 102 spricht von „Kodifizierung der Zwei-Stufen-Model-Theorie“. Vgl. BGH, 5.10.1999, XI ZR 296/98, in BGHZ 142, 345, 353, secon-doilquale: *„Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten sowie die Form ihrer Erfüllung hängen nicht nur vom Anleger, insbesondere seiner Aufklärungsbedürftigkeit, und vom Anlageobjekt, insbesondere seinen spezifischen Risiken ab, sondern auch vom Partner des Anlegers, also der Bank, und ihrem Verhalten. Eine Bank, die wahrheitsgemäß erklärt, sie kenne sich mit vom Kunden angesprochenen bestimmten Optionsscheinen nicht aus, macht sich keiner Aufklärungspflichtverletzung schuldig, wenn sie dessen Order über solche Scheine ausführt, ohne ihn über die damit verbundenen besonderen Risiken aufzuklären. (...) Das Wertpapierhandelsgesetz hat an dieser Rechtslage nichts Wesentliches geändert. Nach § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, der in erster Linie aufsichtsrechtlicher Natur ist, aber auch anlegerschützende Funktion und damit Bedeutung für Inhalt und Umfang (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten hat, sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, ihren Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist. An der Erforderlichkeit fehlt es nicht nur, wenn der Anleger nicht aufklärungsbedürftig ist, sondern grundsätzlich auch dann, wenn er zum Ausdruck bringt, daß er keine Informationen benötigt. Darauf darf die Bank grundsätzlich vertrauen und (weitere) Informationen für entbehrlich halten. Auch § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG hat nicht den Sinn, Anleger vor sich selbst zu schützen. (...) Besondere Aufklärungshinweise insbesondere auch über die Verlustwahrscheinlichkeit und über die Schwankungsbreite der Währungen, auf die der Kläger spekulierte, in den zurückliegenden Jahren konnte der Kläger entgegen seiner Ansicht nach Treu und Glauben, der Grundlage (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten, im übrigen auch deshalb nicht erwarten, weil er in Kenntnis der begrenzten Informationsbereitschaft der Beklagten, die sich ausdrücklich nur an gut informierte und erfahrene Anleger wendet, ohne Äußerung von Informationsbedarf unter Angabe der jeweiligen Wertpapierkennnummern gezielt Bandbreiten-Optionsscheine geordert hat. Er brachte damit konkludent zum Ausdruck, er benötige keine weiteren Informationen. Darauf durfte die Beklagte grundsätzlich vertrauen. Anhaltspunkte dafür, daß sie trotz des Verhaltens des Klägers eine tatsächlich bestehende Aufklärungsbedürftigkeit erkannt hätte*

Die erste Stufe der Information ist ein Grundstandard der Aufklärung. Auf einer ersten Stufe muss die Information generell und objektiv sein. Die geforderte Basisinformation entspricht damit teilweise der von der deutschen Rechtsprechung entwickelten Pflicht zur objekt-rechten Aufklärung (*“Know-yourmerchandise rule”*). Einem je nach den Umständen des einzelnen Falles und nach Maßgabe der getroffenen Vereinbarungen darüber hinaus bestehenden, durch individuellen Verhältnisse des Anlegers oder besondere Risiken der konkret in Rede stehenden Kapitalmarktprodukte bedingte Informationsbedarf sollte demgegenüber auf zweiter Stufe durch die Formulierung (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten nach den allgemein Grundsätzen Rechnung getragen werden.

Es gibt zahlreiche Rechtsprechung zu diesem Thema. Seit den neunziger Jahren wurde der wichtigste Beitrag durch die zahlreichen sogenannten Bond-Entscheidungen geleistet, die sich damit beschäftigt haben, die diversen Vertragsklauseln mit Informationsinhalt zu unterscheiden und zu ergänzen, und zwar mit besonderem Bezug zu der Explorations- und Informationspflicht (§ 31, II, Nr. 1 und Nr. 2)⁵²⁷.

In Bezug auf die Pflicht, das Wissen und die Erfahrung des Investors in der Intermediation zu erforschen, hat die Rechtsprechung zum Beispiel die Möglichkeit gehabt, die Irrelevanz des Umstands hervorzuheben, dass der Kunde seine Erfahrung und Kenntnis der Materie gezeigt oder vorgetäuscht hat⁵²⁸: die Bank hätte sich auf die Erklärungen des Kunden verlassen können,

oder ihr diese grob fahrlässig unbekannt geblieben sei und sie deshalb ausnahmsweise doch eine Aufklärungspflicht getroffen hätte, sind weder vorgetragen noch ersichtlich”.

⁵²⁷BGH, 27.09.1997, XI ZR 244/95, in WM 1997, 309. Vgl. auch BGH, 22.03.2011, XI ZR 33/10, in BGHZ, 189, 13; BGH, 28.09.2004, XI ZR 259/03, in ZIP, 2004, 2178; BGH, 12.03.2002, XI ZR 258/01, in BGHZ, 150, 164; BGH, 28.01.1997, XI ZR 22/96, in WM, 1997, 662(NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in *RWS-Forum Bankrecht*, Köln, 1998, 235 ss.).

⁵²⁸Vgl. BGH 27.02.1996, in ZIP, 1996, 667 ss. Vgl. auch BGH, 07.10.2008, XI ZR 89/07, in NJW, 2008, 3700 ss.; BGH, 13.07.2004, XI ZR 178/03, in WM, 2004, 1774 ss.; BGH, 24.07.2001, XI ZR 329/00, in WM, 2001, 1718 ss.; BGH, 22.01.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1108 ss.; BGH, 05.03.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1947; OLG Koblenz, in WM, 1996, 1089 (caso *Heron International*); OLG Düsseldorf, 06.12.1996, in

es sei denn, dass deren Unrichtigkeit einfach zu erkennen gewesen wäre.

Unter Berücksichtigung der Untersuchung des Zwecks, den der Kunde mit der Investition verfolgt, hat die Rechtsprechung bestätigt, dass es die Pflicht der Bank ist, die Kunden je nach ihrer spezifischen Risikotendenz einzuordnen. Die Bestimmung des Investitionszwecks liegt bei dem Investor: bei der Überprüfung des Umstandes, ob das gewählte Produkt dem erstrebten Ziel entspricht, besteht allerdings die Pflicht der Bank, weitere Informationen vom Kunden einzuholen.

Wiebereits erwähnt, gibt es zahlreiche Entscheidungen in dieser Materie, und die Lektüre der Begründungen der deutschen Gerichte ermöglichen zwei Überlegungen: Einerseits tauchen eindeutig Schwierigkeiten für den Rechtssanwender bei der Ermittlung des konkreten Inhalts der Informationspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf, da dieser sich außerhalb der herkömmlichen Richtlinien des Konzepts der Information, besonders der vorvertraglichen Information, befindet; Andererseits ist es interessant zu beobachten, dass die deutsche Lehre und die deutsche Rechtsprechung sich in ständiger Entwicklung befinden, um die beste Lösung im konkreten Fall zu finden (unabhängig davon strengen Einstellungen), um am besten dem Zweck der Norm zu verwirklichen.

Die Abhilfe bei Verletzung der Informationspflicht

Wenn man zu der zivilrechtlichen Abhilfe der genannten Informationspflicht übergeht, muss man vorwegnehmen, dass der europäische Gesetzgeber diesbezüglich nichts vorgesehen hat: Daher ist es eindeutig, wie interessant ein Vergleich der beiden Rechtsordnungen sein kann. Jeder Mitgliedsstaat hätte sich bemühen müssen, in der eigenen Rechtsordnung eine Vorschrift zu finden, die geeignet ist, die Verletzung der Informationspflicht zu sanktionieren.

Weder der italienische noch der deutsche Gesetzgeber haben eine ent-

BB, 1996, 1904.

sprechende gesetzliche Regelung getroffen und sich darauf beschränkt, die europäische Norm wortgetreu zu kopieren. Es war daher die Aufgabe der Lehre und der Rechtsprechung, das am besten geeignete Mittel gegen die Verletzung zu finden.

Die neuerliche Orientierung in der deutschen Rechtsprechung: die These des Beratungsvertrags

Ich möchte zunächst mit dem bedeutendsten Ergebnis anfangen, das in der deutschen Rechtsprechung erreicht wurde, und zwar mit der Lehre des Beratungsvertrags. Diese Lehre legt als Grundlage der Verantwortung für die Verletzung der Informationspflichten den sogenannten *Beratungsvertrag*⁵²⁹. Der von den deutschen Gerichten unternommene Versuch war wegen der Notwendigkeit erforderlich geworden, ein zivilrechtliches Heilmittel gegen die Verletzung der Informationspflicht anzuerkennen, dem – wie wir gesehen haben – eine doppelte juristische Eigenschaft anerkannt wird.

Die deutsche Rechtsprechung vermutet das Bestehen eines Beratungsvertrags, der von den Parteien für konkludente Tatsachenabgeschlossen wird, und zwar in dem Zeitpunkt in dem zwischen dem Kunden und dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen ein erster Kontakt zustande kommt. Diese Beratungspflicht muss allerdings von der Pflicht unterschieden werden, die sich aus dem eigentlichen Beratungsvertrag ergibt und mit der Richtlinie MiFID eingeführt wurde⁵³⁰.

⁵²⁹Vgl. BGH, 06.07.1993, XI ZR 12/93, in BGHZ, 123, 126 ss.; BGH, in ZIP, 2006, 891 ss.; BGH, in ZIP, 2004, 452 ss.; BGH, in WM, 2002, 1295 ss.; BGH, in WM, 2000, 1441 ss.; OLG Hamburg, in ZIP, 2006, 20 ss.; OLG Karlsruhe, in WM, 2002, 1295 ss. Die Lehre sagt, „*Tritt ein Anlageinteressent an eine Bank oder der Anlageberater einer Bank an einen Kunden heran, um über die Anlage eines Geldbetrages beraten zu werden oder zu beraten, werde – so die ständige Formulierung des Bundesgerichtshofes – das darin liegende Angebot zu Abschluss eines „Beratungsvertrages“ stillschweigend durch die Aufnahme eines Beratungsgesprächs an-genommen*“, TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009, 153 ss..

⁵³⁰Vgl. BGH 22.3.2011, XI ZR 33/10, in NJW, 2011, 1949: „*Mit dem Beratungsvertrag*

Die Beratungspflicht ist daher die Hauptpflicht bei einem Beratungsvertrag. Bei einem Vermittlungsvertrag ist sie dagegen eine Nebenpflicht, die sich aus der stillschweigenden Annahme des genannten Beratungsvertrags ableitet.

Die Frage, die man sich stellen muss, ist folgende: welche sind die Voraussetzungen für die stillschweigende Annahme dieses atypischen Beratungsvertrags? Der Bundesgerichtshof hat sich in Wahrheit nicht mit der Frage beschäftigt und einige Anwendungskriterien wurden im Nachhinein von den Operateuren des Finanzmarktes ermittelt (zum Beispiel von der BaFin). Es wurde vor allem beobachtet, dass die wirtschaftliche Bedeutung der Investition für den Kunden, als Indiz zur Annahme einer juristischen Bindung zwischen den Parteien die Relevanz der Vermögenslage anzuerkennen, erforderlich sei. Wesentlich ist dann die Beurteilung darüber, ob der Wille des Investors auf Grund der Empfehlungen des Kreditinstituts griff oder seine Entscheidung vollständig oder teilweise von den Hinweisen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens abhing.

Des Weiteren wird die Meinung vertreten, wonach das Kreditinstitut ein eigenes wirtschaftliches schätzbares Interesse haben muss, um diese Art der Beratung durchzuführen, vorausgesetzt, dass auch wenn diese Beratung „gebührenfrei“ durchgeführt wird, klar ist, dass diese kaum großzügig durchgeführt wird. Das Interesse des Wertpapierdienstleistungsunternehmens liegt nicht nur darin, neue Kunden zu erwerben, sondern auch darin, das bestehende Verhältnis mit der bereits erworbenen Kundschaft zu stärken, indem man diesem eine qualitativ höhere Beratung bietet.

Die Besonderheit dieser besonderen Empfehlungspflicht kann man in ihrem

übernimmt die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben". In die Lehre, KRÜGER, Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlage – Nebenpflicht statt Beratungsvertrag, in NJW, 2013, 1845 ss.: "Im Gefolge dieser Debatten wird derzeit deutlich, dass ein immer größerer Teil der Literatur von der dogmatische Figur des „konkludenten Beratungsvertrags“ als Haftungsgrundlage für Beratungsverschulden abrücken möchte. An ihre Stelle soll eine Haftung der Bank für mangelhafte Aufklärung und Beratung wegen Nebenpflichtverletzung aus §§ 241 II, 311 II BGB treten".

Einfluss innerhalb des Prozesses der Bildung des Entscheidungswillens des Investors erkennen, da dieser in der Lage ist, ihn zu einer bestimmten vertraglichen Wahl zu verleiten (man spricht von Beeinflussungsmacht): der Vertrag kommt nach einem “Beratungsgespräch” zwischen dem Intermediär und dem Investor, nämlich nach dem ersten Kontakt zwischen den Parteien, zustande⁵³¹.

In diesem Sinn hat sich der Bundesgerichtshof im Zusammenhang mit den bekannten „Bond-Entscheidungen” ausgedrückt, bei denen das deutsche Oberste Gericht die Gelegenheit hatte, das Bestehen einer Pflicht der Bank zu bestätigen, „den Interessenten bei dessen Erwerbsentscheidung zu unterstützen”⁵³².

Die verschiedenen Urteile, die ich untersucht habe, haben einige praktische Fälle herausgebildet, in denen der Einfluss auf den Entscheidungsprozess des Investors Form annimmt und sich konkretisiert. Ein Beispiel ist die unter dem Namen „Kick-backs-Urteil” bekannte Entscheidung des Bundesgerichtshofs. Der Rechtsstreit hatte den Inhalt eines Investitionsprogramms zum Gegenstand, welches laut den Klägern (die Kunden waren) auch einen Vergleich mit anderen Finanzprodukten, vielleicht den Finanzprodukten anderer Kreditinstitute, hätte enthalten müssen, damit die Informationspflichten als erfüllt betrachtet hätten werden können. Auch wenn die Tatsache, dass das Produkt der Bank keine Vergleiche mit den Produkten der Konkurrenz enthält, nach dem Bundesgerichtshof nicht beanstandet werden kann, so müsste der Intermediär auf jeden Fall in der Lage sein, dem künftigen Investor nicht nur das beste Produkt vorzustellen und zu empfehlen, sondern eine Vielzahl

⁵³¹Vgl. RULAND, *Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps*, in BKR, 2013, 56 ss.: “*Ein solcher Vertrag kommt aber regelmäßig auch konkludent zustande, wenn – gleichgültig, ob auf Initiative des Kunden oder aber der Bank – im Zusammenhang mit einem Finanzgeschäft tatsächlich eine Beratung stattfinden und die Bank dabei erkennen kann, dass die Beratung für den Kunden von erheblicher Bedeutung ist und er sie zur Grundlage von Vermögensdispositionen machen will*”.

⁵³²BGH, 9.7.1993, IX ZR 12/93, in BGHZ, 123, 126. Vgl. auch BGH, in NJW, 2011, 1949 ss.: “*Mit dem Beratungsvertrag übernimmt die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben*”.

von Finanzprodukten (z.B. von Konkurrenten, die vielleicht besser und günstiger als die vorgeschlagenen sind), um die Erwartung des Kunden besser zu befriedigen.

Der konkrete Tatbestand war: nach einem Beratungsgespräch mit Mitarbeitern der beklagten Bank erwarb der Kläger insgesamt 250.000 Euro Aktien und Anteile an Aktienfonds. Bei den empfohlen Aktienfonds handelte es sich ausschließlich um solche konzerneigener Gesellschaften, was dem Kläger bekannt war. In den Wertpapierabrechnungen über die Fondsanteile waren nicht besondere ausgewiesene Ausgabeaufschläge zwischen drei und fünf Prozent enthalten. Aus diesen Aufschlägen und den von den konzerneigener Fonds erhobenen Verwaltungsgebühren erhielt die Beklagte Rückvergütungen (sogenannt „Kick-backs“⁵³³). Über die Ausgabeaufschläge wurde der Kläger informiert, nicht aber über die Rückvergütungen an die Beklagte.

Der BGH hat einen Schadenersatzanspruch dem Grunde nach bejaht. Zwar müsse eine Bank, die Fondsanteile empfiehlt – auch vor dem Hintergrund der in § 31Abs. 1 Nr. 2 WpHG normierten Interessenwahrungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens – nicht die (absolut) Besten oder Günstigsten empfehlen, sondern dürfe sich darauf beschränken, bank-, konzern- oder institutsgruppeneigene Produkte anzudienen. Auch müsse sie den Anlageinteressenten nicht darüber aufklären, dass die empfohlenen (einigenen) Produkte womöglich weniger Performance bieten als die der Konkurrenz. Sehr wohl habe sie den Kunden aber über Rückvergütungen aufzuklären, die ihr aus den Ausgabeaufschlägen und Verwaltungsgebühren der Fonds zufließen.

⁵³³Cfr. BGH, 19.12.2006, XI ZR 56/05, in WM, 2007, 487, 489: *“Maßgeblich für Kapitalanlageempfehlungen im gewöhnlichen Geschäftsverkehr einer Bank, ist grundsätzlich das von ihr zusammengestellte Anlageprogramm. Soweit bank-, konzern- oder institutsgruppeneigene Anlageprodukte wie etwa Fondsanteile vorhanden sind (...) ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, dass solche Produkte, nicht aber vergleichbare konkurrierender Banken oder Institutsgruppen in das Anlageprogramm aufgenommen werden und die Bank nur solche Produkt, nicht aber Konkurrenzprodukte empfiehlt”*.

Die deutsche Rechtsprechungen über die Aufklärungspflicht sind zahlreich. Ich mache aufmerksam auf ein Urteil des LG Frankfurt a. M. von 2009⁵³⁴. Die Kläger hatten ihre Ersparnisse in Anteilen eines Aktienfonds angelegt. Im Dezember 2006 empfahl ein Berater der beklagten Bank den Klägern, ihre Fondsanteile zu verkaufen und in Zertifikaten der sich mittlerweile in Insolvenz befindlichen amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers neu anzulegen, für deren Vertrieb die Beklagte Rückvergütungen erhielt. In der den Klägern ausgehändigten Verkaufsunterlage wurde in einer Fußnote auf das Bonitäts-/Insolvenzrisiko in allgemeiner Form hingewiesen. Auf Nachfrage erklärte der Berater sinngemäß, das Bonitätsrisiko sei rein theoretischer Natur. Die von Lehman bzw. einer holländischen Tochtergesellschaft emittierten Zertifikate sind mittlerweile praktisch wertlos, da auch die Einlagenschutzsysteme der deutschen Banken nicht greifen. Das LG hat die Klage abgewiesen. Bei der Beratung über eine Anlage in Investmentzertifikaten bestehe keine generelle Pflicht zur Aufklärung über die Möglichkeit eines Totalverlusts. Ein allgemeiner, produktspezifischer Hinweis auf die Abhängigkeit der Rückzahlung von der Bonität des Emittenten sei insofern ausreichend. Ein objektspezifischer Hinweis oder gar Warnungen seien zum Erwerbsdatum nicht erforderlich gewesen, da die Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Dezember 2006 auch in Bankkreisen eine „ausgesprochen fernliegende Möglichkeit“ gewesen sein.

Nur ganz am Rande hat sich das LG mit der Problematik der Rückvergütungen auseinandergesetzt. Kaum mit der BGH-Rechtsprechung zu „Kickbacks“ vereinbar, erscheint der Satz des Gerichts, die Kläger – welche lediglich in allgemeiner Form auf die Existenz von Provisionen/Rückvergütungen hingewiesen worden waren – hätten ja näher nachfragen können, wenn sie Informationen über die genaue Höhe der Kosten benötigt hätten.

Dies sind natürlich nur einige der wichtigsten Urteile, die zuletzt verkün-

⁵³⁴LG Frankfurt a. M., in ZIP, 2009, 184. In die Lehre, PODEWILS-REISICH, *Haftung für "Schrott"-Zertifikate? – Aufklärungs- und Beratungspflichten nach BGB und WpHG beim Erwerb von Zertifikaten*, in NJW, 2009, 116 ss.

det wurden. Das was sich zeigt, ist nicht nur die Bemühung der deutschen Gerichte, vor allem in Bezug auf die Rechtmäßigkeit, alternative und wirk-same Lösungen für den konkreten Fall zu finden, sondern auch das aktuelle Fortbestehen verschiedener Gegenorientierungen, die es mir erlauben zu be-haupten, dass auch heute die Debatte in der Materie noch nicht beschwichtigt ist.

Die zivilrechtliche Abhilfe nach der italienischen Erfahrung

Anders sieht allerdings das italienische Panorama aus. Anstatt sich darauf zu beschränken, einen einfachen Schadensersatz anzuerkennen (wie es auch in Deutschland geschieht), wurde sofort die Zweiteilung unter den Abhilfen erkannt: die sogenannten vernichtenden und die sogenannten schadenserset-zenden Abhilfen⁵³⁵. Die ersten beseitigen den Investitionsvertrag: hier wird auf die Nichtigkeit, Aufhebung, Auflösung wegen Nichterfüllung verwiesen. Die anderen lassenden zwischen den Parteien abgeschlossenen Vertrag beste-hen und beschränken sich darauf, sofort einen Schadensersatz anzuerkennen, der aus der vorvertraglichen oder vertraglichen Haftung abgeleitet wird und zwar je nachdem, ob eine Informationspflicht in der Verhandlungsphase oder in der Phase des Vertragsvollzugs verletzt wurde.

Die Debatte hat sich hauptsächlich auf die Mittel der Nichtigkeit und der Auflösung wegen Nichterfüllung konzentriert. Wer die Auffassung vertritt, dass die Verletzung der Informationspflicht im Sinne des Art. 21 des Verein-heitlichten Finanzgesetzes die Nichtigkeit des Vertrags zur Folge hat, gründet seine These auf der Tatsache, dass Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgeset-zes (wie auch die Vorschrift in der Verordnung der Nationalen Kommission für Gesellschaften und Börse) eine imperative Vorschrift ist, da diese dem Schutz allgemeiner Interessen dient, wie dem Schutz der Integrität des Fi-nanzmarktes und dem Schutz der Spartätigkeit der Öffentlichkeit im Sinne

⁵³⁵Füreinvertiefte Panorama, vgl. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuf-frè, 2012, 492 e ss.

des Art. 47 der Verfassung, verstanden als ein Wertelement der nationalen Wirtschaft.

Der Unterstützung des imperativen Charakters der Vorschrift dient nicht nur die Ratio des Schutzes der Marktintegrität und der Spartätigkeit der Öffentlichkeit. Der öffentlich-rechtliche Charakter der Norm ergibt sich meines Erachtens auch aus dem Bestehen einer Befugnis öffentlicher Körperschaften wie der Kommission für Gesellschaften und Börse und der Bancad'Italia, Überprüfungen und Kontrollen durchzuführen. Nach der Auffassung dieses Teils der Lehre handele es sich in Anbetracht einer fehlenden ausdrücklichen gesetzlichen Regelung um eine virtuelle relative Nichtigkeit. Virtuell, weil sie gem. Art. 1418 Absatz 1 des italienisches Zivilgesetzbuchs greifen würde (die italienische Lehre differenziert zwischen textlicher Nichtigkeit -d.h. die Nichtigkeit besteht wegen der Verletzung von den spezifischen gesetzlichen Anforderungen- und virtueller Nichtigkeit -d.h. sie zweigt aus die Verletzung von zwingenden Vorschriften der italienischer Rechtsordnung ab, gemäß Art. 1418 Abs. 1 des italienisches Zivilgesetzbuchs-), und relativ, weil sie nur von dem einzelnen betroffenen Investor geltend gemacht werden kann⁵³⁶.

Die Kritik, die gegen diese Orientierung von Anfang an bestand findet ihre Grundlage in der herkömmlichen Unterscheidung zwischen den Wirksamkeitsregeln und den Verhaltensregeln sowie in der Behauptung, die in Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes enthaltene Pflicht sei zwar eine imperative Norm, die sich jedoch nur auf das Verhalten beziehe. Auf der Grundlage des Prinzips, das besagt, dass es keine Interferenz zwischen Wirksamkeitsregeln und Verhaltensregeln gibt, folgt die Nichtigkeit nur aus der Verletzung einer Wirksamkeitsregel. Nach der Verletzung einer Verhaltensregel kommt nur die Auflösung des Vertrages sowie eventuelle Schadensersatzansprüche in Betracht.

Auf der Grundlage dieser Unterscheidung haben die Kritiker der These

⁵³⁶Vgl. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 254.

der Vertragsnichtigkeit wegen Verletzung der Informationspflicht die Auffassung vertreten, dass, falls die Informationspflichten Verhaltensregeln darstellen, ihre Verletzung nicht zur Nichtigkeit des Vertrags führen kann, sondern eventuell zu seiner Auflösung und zum Schadensersatzanspruch, falls der Schaden nachgewiesen werden kann.

Die Hauptgegenmeinung, die die Möglichkeit einer Auflösung des Investitionsvertrags wegen Nichterfüllung anerkennt, findet dagegen ihre Grundlage in dem Umstand, dass die hier behandelte Informationspflicht eine Vertragspflicht in der Phase des Vertragsvollzugs darstellt⁵³⁷. Da es sich um eine vertragliche Informationspflicht handelt, führe ihre Verletzung in der Phase der Vertragsverhandlung dagegen zu nichts anderem, als zu der Möglichkeit des Kunden wegen vorvertraglicher Haftung vorzugehen. Die Verletzung der Informationspflicht in der Phase des Vertragsvollzugs könne nur zur Auflösung des Vertrags wegen Nichterfüllung führen, vorausgesetzt, dass diese, wie in Art. 1453 des italienischen Zivilgesetzbuchs vorgesehen, „nicht unbedeutend“ ist.

Einige Autoren haben dagegen auf den Fall die Theorie der Haftung aus dem Sozialkontakt („contattosociale“) für anwendbar gehalten⁵³⁸, auf deren Grundlage die Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens vor dem Vertragsschluss entstünden und sich auf jeden Fall in vertragliche Pflichten übersetzen ließen. Die Theorie der Haftung aus dem Sozialkontakt erkennt, dass es eine vertragliche Haftung gibt, auch wenn kein ausdrücklicher Vertrag unterschrieben ist, um besondere Interesse zu schützen (z.B. es gibt

⁵³⁷Vgl. APP. MILANO, 9.1.2013; APP. TORINO, 19.10.2007; APP. BRESCIA, 20.6.2007; TRIB. TRAPANI, 3.4.2013; TRIB. ORISTANO, 28.1.2010; TRIB. VICENZA, 29.1.2009; TRIB. PESCARA, 10.6.2008; TRIB. FIRENZE, 6.7.2007; TRIB. SAVONA, 9.5.2007; TRIB. UDINE, 21.3.2007; TRIB. FIRENZE, 23.10.2006; TRIB. CATANIA, 21.10.2005.

⁵³⁸z.B., TRIB. RIMINI, 21.7.2007. Vgl. SCOGNAMIGLIO, *Ancora sulla responsabilità della banca per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 653 ss.; F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella terra di nessuno tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539 ss.

vertragliche Haftung zwischen einem Arzt des Krankenhauses und einem Patient, auch wenn der Patient im Krankenhaus untergebracht ist und kein Vertrag mit dem Arzt abgeschlossen hat). Diese Lösung, die von der Rechtsprechung, mit Ausnahme von sehr seltenen Fällen, nicht angewendet wird, hätte den Vorzug im Falle einer Nichterfüllung die Auflösung nicht nur des Rahmenvertrags anzuerkennen, sondern auch die der einzelnen Investitionsoperationen. Sie würde darüber hinaus ermöglichen, dem Vertrauen zwischen dem Kunden und dem professionellen Investor eine konkrete Bedeutung beizumessen und hervorzuheben, aus dem sich die nunmehr bekannte Einflussmacht des letzten ableitet.

Zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmens und dem Kunden entstünde wegen dem „Sozialkontakt“ ein Rechtsverhältnis innerhalb dessen der erste auch eine besondere Informations- und Kontrollpflicht im Interesse des Kunden übernehme, die dazu dient, das durch die Ausübung der Intermediation legitim entstandene Vertrauen des Anlegers zu schützen. Die Quelle der Verpflichtung läge demnach in der tatsächlichen Verbindung, die vor dem Vertragsschluss vollzogen wird und der Inhalt dieser Verpflichtung wäre von der Gesamtheit der Vorschriften bestimmt, die dem Schutz des Investors dienen und müsste gem. Art. 1176 Abs. 2 des italienischen Zivilgesetzbuchs bewertet werden, nämlich auf der Grundlage der Regeln der professionellen Sorgfalt. Die Nichtbeachtung dieser Verpflichtung könnte also zur Anerkennung der vertraglichen Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens führen.

Die Mindermeinung vertritt dagegen die Anfechtbarkeit des Vertrags wegen mangelnder Zustimmung⁵³⁹. In diesem Fall wäre die Zustimmung des Kunden mit Arglist im Sinne der Artt. 1439 und 1440 des italienischen Zivilgesetzbuchs belastet, falls der Intermediär Tricks oder Täuschungshandlungen dazu benutzt, den Kunden zum Vertragsabschluss zu bewegen, oder

⁵³⁹TRIB. VERONA, 10.12.2012; TRIB. LANCIANO, 30.4.2007; TRIB. ANCONA, 12.4.2007; TRIB. NAPOLI, 7.11.2006; TRIB. PINEROLO, 14.10.2005. Vgl. DURANTE, *Intermediari funzionari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, 327.

auch durch einen wesentlichen Irrtum im Sinne des Art. 1429 Nr. 1 des italienischen Zivilgesetzbuchs, der sich auf die Natur oder den Gegenstand der Vertrags auswirkt, falls die fehlende Information gegenüber dem Kunden zu einer falschen Darstellung von Tatsachen führt.

Tricks und Täuschungshandlungen bestünden demnach in einer mangelhaften oder fehlenden Übermittlung von notwendigen Informationen: der am häufigsten genannte Fall ist der, bei dem der Anleger einen Vertrag über den Erwerb von Finanzprodukten einer Gesellschaft abschließt, die sich in wirtschaftlicher Krise befinden, wobei der Kunde bei der Unterzeichnung des Vertrags nicht weiß, dass die Gesellschaft sich in finanziellen Schwierigkeiten befindet. Es handele sich demnach um eine sogenannte unterlassende Arglist, wobei der diesbezügliche Beweis über deren Vorliegen in einem Gerichtsverfahren von dem Kunden entsprechend den geltenden Vorschriften erbracht werden muss.

Die Anfechtbarkeit der Vertragserklärung wegen wesentlichem und erkennbarem Irrtum des Anlegers, würde den Beweis voraussetzen, dass der Kunde keine Operation vorgenommen hätte, falls er im Zeitpunkt des Vertragsschlusses adäquate Informationen erhalten hätte.

Schließlich führt die letzte Auffassung aus, dass die Verletzung der hier behandelten Informationspflicht ausschließlich zur Forderung des Schadensersatzanspruchs durch den Anleger wegen Verletzung vorvertraglicher oder vertraglicher Pflichten führen kann und zwar je nachdem, ob die Pflicht bei den Vorverhandlungen, bei Vertragsschluss oder bei Vertragsvollzug verletzt wurde⁵⁴⁰. Diese Auffassung ist jedoch eine minder vertretene Meinung geblieben.

Die Debatte hat sich auch nicht nach den bekannten Urteilen der Vere-

⁵⁴⁰Vgl. M. TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati dallo svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 701; B. INZITARI – V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 171; M. ATELLI, *Commento sub art. 23*, in RABITTIBEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria - Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 217.

inigten Kammern der Cassazione Civile vom 19. Dezember 2007 Nr. 26724 und 26725 gemindert⁵⁴¹, die sich auf die Konkurrenz zwischen den beseitigenden und schadensersatzenden Mitteln bezogen, oder besser gesagt auf die Konkurrenz zwischen der Folge der Nichtigkeit und der Auflösung wegen Nichterfüllung.

In diesem Zusammenhang haben die Vereinigten Kammern bestätigt, dass die Verletzung von Informationspflichten eine vorvertragliche Haftung entstehen lassen kann, mit der daraus folgenden Pflicht zum Schadensersatz, in dem Fall wo eine solche Verletzung vor oder bei Abschluss des Vermittlungsvertrags begangen wird, der die künftigen Verhältnisse zwischen den Parteien regeln soll. Dagegen kann eine Vertragshaftung angenommen werden und eventuelle die Auflösung des genannten Vertrags herbeigeführt werden, falls eine Verletzung vorliegt, die die Anlageoperationen oder Desinvestitionen betreffen, die im Rahmen des Vertragsvollzugs der Finanzvermittlung vorgenommen wurde.

Auf keinen Fall kann laut den Vereinigten Kammern auf Grund mangelnder entsprechender Regelung, die Verletzung der Verhaltenspflichten zur Nichtigkeit des Vermittlungsvertrags oder einzelner daraus folgender Handlungen im Sinne des Art. 1418 des italienischen Zivilgesetzbuchs führen. Begründet wird dies wegen mangelnder Interferenz zwischen Gültigkeits- und Verhaltensvorschriften.

Die Konklusion zu der die Cassazione civile mit dem Urteil der Vereinigten Kammern N. 26724 aus dem Jahr 2007 gelangt ist, ist folgende: *„der Rückgriff auf das Mittel des Schutzes der radikalen Nichtigkeit des Vertrags wegen Verletzung von Verhaltensregeln, die der Intermediär in der vorvertraglichen Phase und in der Phase des Vertragsvollzugs beachten muss, ist wegen fehlenden besonderen Regeln, allgemeinen Grundsätzen oder systematischen Regeln, die es vorsehen, nicht gerechtfertigt“*.

⁵⁴¹ Vgl. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 539 ss.

Die Grundlage dieser Rechtmäßigkeitsentscheidungen liegt in dem Grundsatz der Nichtinterferenz zwischen den oben genannten Wirksamkeitsregeln und den Regeln der Korrektheit. Über diesen Grundsatz wurde in den letzten Jahren stark in der Lehre diskutiert, wobei in einigen Fällen behauptet wurde, dass dieser Grundsatz nicht mehr als „aktuell“ betrachtet werden kann: daraus folge, dass, obwohl die von Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes vorgesehene Informationspflicht eine Verhaltensregel darstellt, führe deren Verletzung auf jeden Fall zur Unwirksamkeit des Vertrags, da diese Pflicht einen unterscheidenden Charakter hat und im Gegensatz zu anderen traditionellen Verhaltensregeln in der Lage sei, auf die Interessenregelung der betroffenen Parteien und damit auf die Unwirksamkeit der Verhandlungsregeln einzuwirken⁵⁴².

Andere Verfasser haben dagegen die Meinung vertreten, der Kassationshof habe das Allgemeinkonzept der „Verhaltensregel“ schlecht interpretiert, welche als eine Regel des Guten Glaubens verstanden werden müsse: der Grundsatz der Nicht-Interferenz, so wie er von der traditionellen Lehre aufgestellt wurde, würde tatsächlich zwischen den Wirksamkeitsregeln und den Regeln des Guten Glaubens greifen. Wie von der aufmerksamen Lehre beobachtet wurde, besteht die erwähnte Unterscheidung heute noch, wenn man davon ausgeht, dass der (aktuelle und würdige) Zweck dieser Differenzierung darin besteht, zu verhindern, dass die Verletzung einer Vorschrift des Treu und Glaubens die Unwirksamkeit einer Handlung der Privatautonomie herbeiführen kann. Das Ziel dieses Prinzips ist die Anerkennung der Nichtigkeit des Vertrags, was die schwerste Sanktion darstellt, die die

⁵⁴²V. SCALISI, *Il contratto e l'invalidità*, in *Riv.dir. civ.*, 2006, 244 ss.; G. VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 242; G. D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 40 ss.; F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, 171; V. PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963, 104 ss.; P. BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Milano, 1962, 209 ss.; L. CARIOTA-FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1961, 28; V. PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1960, 104 ss.

italienische Rechtsordnung für die Verletzung einer Treu und Glauben-Regel vorsieht.

Nach dieser Darstellung ist es möglich zu behaupten, dass die Informationspflicht im Sinne des Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes nicht eine einfache Vorschrift des Treue und Glaubens darstellt, die sich nur „in die Pflicht, die andere Partei über relevante Tatsachen, die das Geschäft betreffen“ übersetzen lässt, weil von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen verlangt wird, über seinen beachtenswerten Verzicht seiner Interessen hinauszugehen. Es kann beobachtet werden, dass die italienische Rechtsprechung niederschweligen Treu und Glauben anerkennt, dessen Pflicht die Grenze des anerkennenswerten Opfergangs seiner Interessen trifft.

Informationen zu erwerben und zu erteilen erfordert eine Firmenorganisation, die unstreitig die Kosten der Transaktion zu Lasten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens steigen lässt: „von den Finanzvermittlern wird immer verlangt, darüber hinauszugehen, was von den Regeln des Guten Glaubens vorgeschrieben werden kann: wenn man nur die gesetzlichen Vorschriften beachtet, hat übrigens niemand jemals vertreten, dass bei den Vertragsverhandlungen und Vertragsabschluss eine Partei, auch wenn diese besser informiert und wirtschaftlich besser entwickelt ist, sich für die Gründe interessieren müsse, aus denen die Gegenpartei den Vertrag abzuschließen beabsichtigt.

Deshalb sind die Verhaltensregeln, wie im Fall des Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes, gesetzlich vorbestimmt. Die Interessenabwägung kann dazu führen, Verhaltensregeln aufzustellen, die nie entsprechend dem Maß des Guten Glaubens verlangt werden könnten.

Die Informationspflicht, um die es hier geht und die der Logik der standardisierten Verhandlung vollkommen fremd ist, ist eine bidirektionale Pflicht, die sich nicht nur in Informationen übersetzen lässt, die der Intermediär dem Kunden liefern muss, sondern auch in Informationen, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen von dem Anleger erhalten muss. Art. 21 des

Vereinheitlichten Finanzgesetzes stellt daher eine äußerst analytische und vorherbestimmte Norm dar, die nicht auf eine Regel des Guten Glaubens beschränkt werden kann, wie ursprünglich beabsichtigt.

Aufgrund von der doppelten Einleitung, nach der die Unterscheidung (und das folgende Nicht-Interferenz-Prinzip) zwischen Wirksamkeitsregeln und Verhaltensregeln nur die Verhaltensregeln betrifft, die direkter Ausdruck von Treu und Glauben sind, und nachdem die Aufklärungspflicht des Wertpapierdienstleistungsunternehmens keinen Ausdruck von Treu und Glauben ist, weil sie spezifische Verhaltenspflichten gebietet, kann man schlussfolgern, dass die Art. 21 T.U.F. eine „Wirksamkeitsregeln“ ist; seine Verletzung setzt eine virtuelle Nichtigkeit des Vertrags für Kontrast mit zwingende Vorschrift voraus.

Die Schlussfolgerung ist ohne Zweifel mutig, aber, aufgrund dessen, was oben behandelt wurde, nicht bar von Gedankengang zu ihren Gunsten.

Konklusionen

Die Diskussion um die Ermittlung geeigneter zivilrechtlicher Abhilfe bei Verletzung der Informationspflicht im Sinne des Art. 21 des Vereinheitlichten Finanzgesetzes ist immer noch eine offene Frage, da zahlreiche Sachgerichte trotz der bekannten Entscheidung des Obersten Gerichtshofs die Lösung der Nichtigkeit, der Auflösung des Vertrags oder der Anspruch auf Schadensersatz vorgezogen haben.

Es ist daher offensichtlich, dass die dargestellten und umgesetzten Lösungen keine einheitliche Anwendung finden. Die Absicht der maximalen Harmonisierung des europäischen Gesetzgebers wird keinen Platz haben. Die verschiedenen späteren Gesetzgebungsakte in dem Gebiet, waren Regelungen der maximalen Harmonisierung, die man auf dem ganzen Gebiet der Union einheitlich sehen wollte. Trotzdem riskiert solche Einheitlichkeit, teilweise nur dort erreicht zu werden, wo angesichts gemeinsamer Vorschriften über

wesentliche Profile, den einzelnen Staaten die Wahl überlassen wird, welche zivilrechtliche Lösungen auf die Beziehungen zwischen den Intermediären und den Kunden angewendet werden sollen.

Sicher stellen die heute noch in der italienischen Rechtsordnung in Aussicht gestellten verschiedenen Lösungen über die Abhilfe im Vergleich zu den in Deutschland angebotenen, eine verwirrender Situation dar, wobei in der deutschen Rechtsordnung nur der Anspruch auf Schadensersatz anerkannt wird.

Interessant ist, in einen rechtsvergleichenden Überblick, dass die Lösung des italienischen Obersten Gerichtshofs und die Lösung der deutschen Lehre (i.e. die Anerkennung des Anspruch auf Schadensersatz) ist ein und derselbe, obwohl sie nicht den gleichen Ansatzpunkt haben. Und wichtig ist auch, dass diese Lösung dem gleichen Ergebnis - verglichen mit den anderen italienischen Abhilfe – findet, d.h. die Rückzahlung des investiertes Vermögens. Trotzdem der italienischer Zustand ist nicht klar und nicht eindeutig, wie gesagt.

Deswegen scheint es nicht hinnehmbar, dass eine Norm gemeinschaftlichen Ursprungs Lösungen haben kann, die sich untereinander tief unterscheiden, je nach dem Mitgliedstaat in dem die Verletzung der Informationspflicht des Finanzvermittlers begangen wird.

Es wäre daher äußerst angebracht, wenn, wie es bereits in anderen Bereichen der Rechtsordnung geschehen ist, der Europäische Gesetzgeber (Initiator und nach der MiFID-Reform-Autor der Gesetzgebung in der Materie der finanziellen Intermediation) zu den zivilrechtlichen Abhilfen, in Bezug auf die Fälle der Verletzung der Informationspflichten in der hier behandelten Materie ausdrücklich Stellung nehmen würde.

Des Weiteren darf man nie die Tatsache aus den Augen verlieren, dass die Vorschriften für die qualifizierten Intermediäre den Zweck verfolgen, deren Verhalten zum Schutz des Anlegers zu lenken, weil der Schutz der Integrität der Märkte durch den Schutz des Anlegers (und damit hauptsächlich durch die Verringerung der Informationsasymmetrie zwischen dem Vermittler und

dem Kunden, verfolgt durch verschiedene konkrete Eingriffslinien: Formvorschriften, Verhaltensregeln und interne Organisationsregeln, die die Transparenz der Tätigkeit der Operatoren des Marktes gewährleisten) erreicht wird.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

DOTTRINA E LETTERATURA ITALIANA

- AA. VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, 2009
- AA.VV., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di SIROTTI GAUDENZI, Santarcangelo di Romagna, 2009
- ABBATE, *Primi orientamenti della giurisprudenza sul “caso Cirio”*, in *Mondo bancario*, 2005, 3
- ACHILLE, *Contratto d’intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d’informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell’intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451
- AIELLO, *L’operatore professionale: una qualificazione controversa*, in *Giur. it.*, 2009, 2713
- ALLEGRI, *Nuove esigenze di trasparenza nel rapporto banca – imprese nell’ottica di tutela del contraente debole*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1987
- ALLEGRI, *I contratti di intermediazione finanziaria*, Hoepli, 2004
- ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. per l’armonizzazione dei modelli regolatori e per l’uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e impr.*, 2008, 908-909
- ALPA, *L’informazione del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990
- ALPA, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contratti*, 2006, 927
- ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I

- ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, 2008
- AMATO, *Covered warrants e nullità dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento*, in *Società*, 2005, 1415
- AMBROSINI-JEANTET, *Vendita di titoli di Stato argentini, conseguenze della violazione dei doveri comportamentali della banca ed obbligo di informazione: una voce "fuori dal coro"*, in *Giur. Comm.*, 2007
- AMBROSOLI, *Doveri di informazione dell'intermediario e sanzioni*, in *Contratti*, 2005, 1085
- AMENDOLAGINE, *La stipula dei contratti d'investimento e l'osservanza della forma scritta ad substantiam*, in *Corr. merito*, 2006, 1000
- AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1996, 40
- ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Utet, 2006
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Utet, 2008
- ANTONUCCI, *Bufere giudiziarie e tutele dell'investitore*, in *Mondo bancario*, 2003, 6
- ANTONUCCI, *Frantumazione di regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 68
- ATELLI, *Commento sub art. 23*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria - Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, 1998, 217
- AURELITANO, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contr.*, 2009, 869
- AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157
- AZZARRI, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 672
- AZZOLINA, *Mediazione*, in *Tratt. dir. civ.*, diretto da Vassalli, Utet, 1955
- BALDINELLI-LEANZA, *Il comparto del gaming e gli intermediari finanziari: rischi e scenari di azione*, in *Bancaria*, 2012, 60
- BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Giuffrè, 2000

- BARBÀRA-BRUNO, *Servizi di investimento e obblighi di informazione nei confronti dell'investitore*, in *Giur. Merito*, 2005, fasc. 10
- BARBERA FORTUNA, *La disciplina fiscale degli strumenti finanziari derivati di copertura per i soggetti IAS adopter*, in www.businessjus.com
- BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione mobiliare e le responsabilità di banche e Consob*, Giuffrè, 2009
- BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Giuffrè, 2009
- BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 653
- BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Giuffrè, 1962
- BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione"*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, 541
- BARENGHI, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59
- BARENGHI, *Una pura formalità. A proposito di limiti e di garanzia dell'autonomia private in diritto tedesco*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 1995, I
- BARTOLOMUCCI, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, II, 440
- BASTIANON, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2008, 255
- BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006, 460
- BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità*, Commento a Trib. Milano, 15.10.2008, reperibile in www.ilcaso.it
- BENATTI, *Culpa in contrahendo*, in *Contr. Impr.*, 1987
- BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Giuffrè, 1963, 13 ss. e 148

- BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet, 2008
- BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 31
- BERTOLINI, *Negoziazione degli strumenti finanziari in grey market e violazione della disciplina sulla sollecitazione dell'investimento*, in *Riv. Civ. e prev.*, 2008
- BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile?*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, fasc. 11
- BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Utet, 1960
- BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, Giuffrè, 2000
- BIANCA, *Diritto civile, La responsabilità*, Giuffrè, 1994
- BOCCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, XX, Cedam, 1994
- BOCCHICCHIO, *L'investimento in strumenti finanziari ed il ruolo dell'intermediazione: rapporti tra negoziazione, gestione e distribuzione*, in *Dir. ed econ. assicuraz.*, 2002, 24
- BOCCHICCHIO, *La figura del promotore finanziario*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 1995, 366
- BOCCHICCHIO, *La nuova disciplina del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, 1998
- BOCCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario*, in *Contr. Impresa*, 2009, 308
- BOCCHICCHIO, *Operatività in strumenti derivati con investitore professionale: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca int.fin.*, 2005, 249
- BOMBELLI – IATO, *Obbligazioni Argentina e Cirio: responsabilità dell'istituto bancario intermediario*, in *Giur. Merito*, 2006, fasc. 6
- BONACCORSI, *Le Sezioni Unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Danno resp.*, 2008
- BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest rate swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 355

- BRECCIA, *La forma*, in *Trattato Roppo*, I, Giuffrè, 2006, 545
- BRESCIA MORRA, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, II, 133
- BRODI, *Dal dovere di far conoscere al dovere di far “comprendere”*: l’evoluzione del principio di trasparenza nel rapporto tra impresa e consumatori, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, fasc. 2
- BRUNO – ROZZI, *Le Sezioni Unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. Comm.*, 2008, fasc. 3
- BRUNO, *Derivati OTC e incomprensibile svalutazione dell’autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. mer.*, 2008, 1261
- BRUNO, *L’esperienza dell’investitore e l’informazione “adequata” e “necessaria”*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391
- BRUNO-ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato alla luce della MIFID*, in *Le Società*, 2007, 277
- BRUNO-ROZZI, *Il destino dell’operatore qualificato nell’ordinamento domestico alla luce della disciplina della Markets in financial instruments directive (Mifid)*, in *Le Società*, 2007, 561
- BULFARO, *La responsabilità contrattuale dell’intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092
- BURRI, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, *Jus*, 1957, 353
- BUSNELLI, *Itinerari europei nella terra di nessuno tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539
- BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Zanichelli, 1978, 19-20
- BUTTURINI, *Violazione delle business rules da parte degli intermediari finanziari: la tutela dell’investitore fra nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, fasc. 4
- CAGGIANO, *I doveri d’informazione dell’intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453

- CALANDRA – BUONAURA, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2008
- CALVI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1016
- CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1431
- CAMMILLETI, *Obblighi informative dell'intermediario finanziario, responsabilità precontrattuale e tutela del risparmiatore*, in *Contr.*, 2007
- CAPALDO, *L'informazione*, in *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio*, a cura di PROSPERETTI e COLAVOLPE, Ipsoa, 2009
- CAPOBIANCO, *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori. Le ragioni di un convegno*, in *La regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Ed. Scientifiche Italiane, 2010
- CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, 2011
- CARBONE, *La trasparenza bancaria e la tutela del consumatore*, in *Corr. Giur.*, 1992
- CARBONE, *Le ragioni dei risparmiatori nelle cause contro le banche per la cessione delle obbligazioni "corporate"*, Jovene, 2009
- CARIOTA-FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Ed.Sc.It., 1961
- CAROZZI, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 697
- CARRARO, *La mediazione*, Cedam, 1960
- CASTRONOVO, *Il diritto della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1993, II, 309
- CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Giuffrè, 1995, 147
- CASTRONOVO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Castronovo-Mazzamuto, Manuale di diritto privato europeo*, II, Giuffrè, 2007
- CASTRONUOVO, *Principi di diritto europeo dei contratti – parte I e II*, Giuffrè, 2001

- CATAUDELLA, *Mediazione*, in *Enc., Giur.*, XIX, Treccani, 1990
- CATRICALÀ, *La mediazione*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, XII, Utet, 1986
- CATTANEO, *Il concorso di colpa del danneggiato*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 460
- CESARINI, *Il rapporto banca – investitore: alcune osservazioni*, in *Rass. Economica*, 2004, 2
- CESIANO, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614
- CHESSA, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734
- CHINÈ, *Collocamento di strumenti finanziari, obblighi di informazione e responsabilità della banca intermediaria*, in *Corr. Mer.*, 2005
- CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 38
- CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009
- CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di GABRIELLI e LENER, Utet, 2011
- CIATTI, *Crepuscolo della distinzione tra le obbligazioni di mezzi e le obbligazioni di risultato*, in *Danno e resp.*, 2008, 871
- COLOMBO, *Il dolo nei contratti: idoneità del mezzo fraudolento e rilevanza della condotta del deceptus*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 389
- CONTI, *Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID*, in CONTI, SABATINI e COMPORTI, *La direttiva MiFID e gli effetti del suo recepimento*, Quaderno n. 238, Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e borsa – Giuffrè, 2007
- CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, fasc. 6

- COSCO, *Sistema delle patologie contrattuali e orientamenti attuali*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 684
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, Cedam, 2004
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, Utet, 2008
- COSTI, *Informazione e contratto finanziario*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 1993
- COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da COTTINO, VII, Cedam, 2004, 359
- COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari ed il verdetto delle Sezioni Unite*, in *Giur. It.*, 2008
- COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. It.*, 2006
- CRESCIMANNO, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483
- D'ALFONSO, *Responsabilità da prospetto informativo, tutela dell'investitore. Differenze tra l'ordinamento tedesco e l'italiano*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2002, fasc. 6
- D'ALFONSO, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965
- D'AMICO, *Direttiva sui diritti dei consumatori e Regolamento sul Diritto comune europeo della vendita: quale strategia dell'Unione europea in materia di armonizzazione?*, in *I contratti*, 2012, 612
- D'AMICO, *La responsabilità precontrattuale*, in *ROPPO* (a cura di), *Rimedi* – 2, cit., 1008
- D'AMICO, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 732
- D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Jovene, 1996, 118-119
- D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 56
- D'ARCANGELO, *Il contratto normativo*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 62
- DE CRISTOFARO – ZACCARIA, *Commentario breve al diritto dei consumatori*, Cedam, 2010

- DE MARI, *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MIFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Cedam, 2009
- DE MARTINI – RUOPPOLO, *Rassegna di giurisprudenza sul codice civile*, IV, 2, Giuffrè, 1971, 189
- DE MAURO, *Responsabilità precontrattuale in caso di conclusione del contratto*, in DE MAURO – FORTINGUERRA – TOMMASI, *La responsabilità precontrattuale*, Cedam, 2007, 180
- DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1985
- DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contr.*, 2005, 711
- DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporto contrattuale*, Cedam, 2002
- DE POLI, *Servono ancora i "raggiri" per annullare il contratto per dolo? Note critiche sul concetto di reticenza invalidante*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 911
- DELLA CASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno resp.*, 2005
- DELLA CASA, *Negoziiazione di titoli obbligazionari ed insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2006, I
- DELLA VECCHIA, *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Società*, 2011, 675
- DELLA VEDOVA, *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione di servizi di investimento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I
- DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 161
- DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1251
- DELLACASA, *Negoziiazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, I, 593
- DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: da massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. Comm.*, 2004, 1

- DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, AMOROSINO (a cura di), Giuffrè, 2008, 109
- DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Ed.Sc.It., 2004
- DI CHIO, *Mediazione e mediatori*, in *Digesto comm.*, IX, Utet, 1993
- DI MAJO, *Il mandatario tra prestazione e decisione*, in *Giust. civ.*, 1998, 929
- DI MAJO, *Le tutele contrattuali*, Utet, 2009
- DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1284
- DI NELLA, *La tutela del consumatore dei servizi finanziari*, Ed.Sc.It., 2007
- DOLMETTA, *La violazione di “obblighi da fattispecie” da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008
- DOLMETTA, *Strutture rimediali per la violazione di “obblighi di fattispecie” da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, in *Relazione al Convegno “I contratti di negoziazione di strumenti finanziari”*, Mantova, 30.11.2007, in www.ilcaso.it
- DOSSETTO, *Contratto normativo*, in *Noviss. Digesto it.*, Utet, 1957
- DUCCI, *Negoziazione, gestione di portafoglio e ordini telefonici*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 81
- DURANTE, *Apparato rimediale e ripartizione dell’onere della prova nell’intermediazione finanziaria secondo il più recente diritto giurisprudenziale*, in www.ambiente-diritto.it, 2006, 4
- DURANTE, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta “flessibili” per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. Merito*, 2008, fasc. 3
- DURANTE, *Intermediari funzionari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, 2009
- EMILIOZZI, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118
- EMILIOZZI, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell’emissione ed omessa acquisizione da parte dell’intermediario dell’offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673

- ESPOSITO, *Sistema finanziario e informazione asimmetrica*, Giuffrè, 1994
- FABIANO, *La negoziazione di bond e le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario tra responsabilità per inadempimento e nullità del contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, fasc. 3
- FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2009
- FACCI, *nell'Osservatorio di merito*, in *Resp. civ.*, 2008, 467
- FACCI, *Operazioni finanziarie non adeguate e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2007, fasc. 6
- FAILLACE, *La responsabilità da contatto sociale*, Cedam, 2004
- FANTETTI, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, fasc. 11, 53
- FAVA, *Il contratto*, Giuffrè, 2012
- FAVALE, *Forme "extralegali" e autonomia negoziale*, Ed.Sc.It., 1994, 249
- FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle Sezioni Unite*, in *Giust. Civ.*, 2008, fasc. 12
- FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Giuffrè, 1963, 372
- FERRO LUZZI-CASTALDI, *La nuova legge bancaria, il t.u. delle leggi sulla intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione*, Giuffrè, 2009
- FIMMANÒ, *I "gap" di informazione e controllo dei "crac" Cirio e Parmalat e le prospettive di riforma*, in *Società*, 2004
- FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2129
- FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 765
- FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, 2007, in www.ilcaso.it
- FIORIO, *La nozione di investitore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241

- FIORIO, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in www.ilcaso.it, 169/2009
- FIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia nullità e responsabilità*, in *Contr.*, 2002, 26
- FOFFA, *Un nuovo stop della Cassazione ai danni bagatellari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 144
- FONTANELLA, *Il problema del cumulo fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 2007, 550
- FORTINGUERRA, *Le conseguenze della violazione del dovere precontrattuale di buona fede*, in DE MAURO – FORTINGUERRA – TOMMASI, *La responsabilità precontrattuale*, cit., 359
- FRANCO, *Il terzo contratto: da ipotesi di studio a formula problematica. Profili ermeneutici e prospettive assiologiche*, Cedam, 2010
- FRANZONI, *La responsabilità precontrattuale: una nuova stagione*, in *Resp. civ.*, 2006, 295
- FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva MiFID*, in *I Contratti*, 2007, 583
- FRUMENTO, *Le informazioni fornite ai clienti, in la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di Zitiello, Utet, 2007
- FUMAGALLI, *Classificazione della clientela: il nuovo contesto normativo e le principali differenze rispetto alla precedente disciplina*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di DEL BENE, Ipsoa, 2009
- GABRIELLI, *Il ruolo dell'informazione nel nuovo Regolamento Intermediari Consob*, in *Il Corr. mer.*, 2008, 405
- GABRIELLI-LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in AA. VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI, LENER, Utet, 2011, 45
- GAETA, *Responsabilità oggettiva degli intermediari e validità dei contratti di investimento*, in *Contr.*, 2005
- GAFFURI, *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in www.ilcaso.it
- GAGGERO, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Giuffrè, 1997

- GALGANO – VISINTINI, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, 2006
- GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Cedam, 2004, II, 1
- GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr.e impr.*, 2005, 891
- GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria*, in Galgano-Roversi Monaco (a cura di) “*Le nuove regole del mercato finanziario, Trattato di dir. Commerciale e di dir. Pubbl. dell'economia*”, diretta da Galgano, 2009
- GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr. Impr.*, 1997
- GALGANO-ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in GALGANO e VISINTINI (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in *Trattato Galgano*, XLIII, Cedam, 2006, 68
- GALLO, *Responsabilità precontrattuale: il quantum*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 487
- GAMBARO, *A proposito del plurilinguismo legislativo europeo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, 287
- GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2008, 393
- GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 23
- GENTILI, voce *Dolo*, in *Enc. Giur.*, XII, Treccani, 1989
- GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo secondo, a cura di Gabrielli e Lener, Utet, 2011
- GIORGIANI, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1937, 3
- GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*, in *Contr.*, 2002, 34
- GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, 2001
- GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 748
- GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, 2008

- GITTI – VILLA, *Il terzo contratto*, Il Mulino, 2008
- GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Cedam, 1994
- GOBBI-SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 13
- GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre)contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. Comm.*, 2007, fasc. 1
- GOBIO CASALI, *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore*, in *Giust. Civ.*, 2010, fasc. 6
- GORASSINI, *L'istituto codicistico della nullità del contratto e le variabili delle c.d. nullità speciali*, in *Obbl. contr.*, 2007, fasc. 3
- GRAZIUSO, *Le conseguenze risarcitorie della violazione dell'obbligo di informare adeguatamente il risparmiatore*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2009, fasc. 6
- GRECO, *Difetto di accordo e nullità nell'intermediazione finanziaria*, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1086
- GRECO, *Il consumatore-risparmiatore e gli obblighi informativi "continuativi" tra fonte legale e fonte convenzionale*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2011, fasc. 6
- GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2010
- GRECO, *Intermediazione finanziaria e regole d'informazione: la disomogeneità del quadro rimediale e la "tranquillità" della tradizione*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, fasc. 12
- GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556
- GRECO, *Intermediazione finanziaria: violazione di regole comportamentali e tutela secondo le Sezioni Unite*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2008, fasc. 3
- GRECO, *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in www.diritto bancario.it, 7
- GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interessi*, DEL BENE (a cura di), Giuffrè, 2009, 184

- GRECO, *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, fasc. 2
- GRECO, *Risparmio tradito e tutela: il "subbuglio" Giurisprudenziale*, in *Danno e resp.*, 2007, 562
- GRECO, *Tutela dei risparmiatori e responsabilità del promotore finanziario, del soggetto abilitato e della Consob*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2005, fasc. 4-5
- GRECO, *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140
- GRISI, *Informazione (voce)*, in *Enc. Giur. Treccani*, 2006
- GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Jovene, 1990
- GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno: le regole d'informazione come strumento*, in *Eur. e dir. Priv.*, 2001
- GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giur. Comm.*, 2003, fasc. 1
- GUADAGNO, *I confini dell'informazione precontrattuale e la storia infinita dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2009, 1
- GUADAGNO, *Inadeguatezza e nullità virtuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 453
- GUADAGNO, *Mancato adeguamento del contratto quadro tra "nullità sopravvenuta parziale" e inefficacia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 612
- GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, 360
- INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008
- INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. It.*, 2009, 1968
- INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597

- INZITARI, *Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO-TERRANOVA (a cura di), *L'intermediazione mobiliare*, Jovene, 1993, 132
- LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di "strumento finanziario"*, Utet, 2009
- LA ROCCA, *Sezione Prima Vs Sezioni Unite: differenti visioni del diritto dei contratti del mercato finanziario in Cassazione*, in www.ilcaso.it
- LAMBRINI, *Dolo generale e regole di correttezza*, Cedam 2010
- LAMORGESE, *Considerazioni sparse sulla responsabilità degli intermediari finanziari nella giurisprudenza*, in *Giur. Civ.*, 2009, fasc. 1
- LEMMA, *L'operatore qualificato nelle operazioni in derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 5
- LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Giuffrè, 1996
- LENER, *I contratti di gestione*, in AA.VV. *Scritti in onore di Antonio Pavone La Rosa*, I, 2, Giuffrè, 1999, 563
- LENER, *Il "venerdì nero" della lira di nuovo in cassazione*, in *Danno e resp.*, 1998, 447
- LENER-LUCANTONI, *sub art. 21*, in *Il testo unico della finanza*, FRATINI-GASPARRI (a cura di), Utet, 2012, 389
- LENOCI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario e tutela del risparmiatore*, in *Giur. Merito*, 2006, fasc. 10
- LO BUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Ed.Sc.It., 2002
- LUCANTONI, *L'inadempimento di non scarsa importanza nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, fasc. 6
- LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva MiFID*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 84
- LUCARELLI, *La regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Ed.Sc.It., 2010

- LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 40
- LUCCHINI GUASTALLA, *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2011, fasc. 4
- LUCCHINI GUASTALLA, *Obblighi informativi dell'intermediario finanziario e responsabilità nei confronti dell'investitore*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2007, fasc. 7-8
- LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, fasc. 4
- LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2007, fasc. 6
- LUMINOSO, *Il "venerdì nero" della lira approda in cassazione: irreperibilità del mandante e buona fede contrattuale*, in *Corr. giur.*, 1996, 282
- LUMINOSO, *La mediazione*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, XXXI, 3, Giuffrè, 1993
- MACCABRUNI, *Evoluzione normativa dei doveri della banca nei contratti di gestione patrimoniale attraverso operazioni su strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 2, 242
- MAFFEIS, *"Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere"*, in *I contratti*, 2008, 403
- MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. IV, disc. Priv.*, V aggiornamento, Utet, 2010
- MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contr.*, 2008, 555
- MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 584
- MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *Contr.*, 2005, 12

- MAFFEIS, *La causa del contratto di interest swap e i costi impliciti*, in www.dirittobancario.it
- MAFFEIS, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *Contr.*, 2007, 238
- MAFFEIS, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari – Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 973
- MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffrè, 2012
- MALAVASI, *Gli ordini di acquisto degli strumenti finanziari impartiti dal cliente alla banca e la qualificazione del rapporto instaurato con l'intermediario*, in *Il civilista*, 2009, 3, 47
- MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51
- MANSEL, *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione. Elementi di un ordinamento dell'informazione*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, Giuffrè, 1998
- MARAGNO, *L'orientamento del tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 1280
- MARASCHIO, *L'Europa e la questione linguistica*, in *Democrazia e diritto*, 2004, 115
- MARCHIANDI, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, 376
- MARIANELLO, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009
- MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, I, 349
- MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. Giur.*, 2008

- MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. Giur.*, 2007
- MARIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1639
- MARINI, *La mediazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Schlesinger, Giuffrè, 1992
- MASTROPAOLO, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali*, Giuffrè, 2003
- MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360
- MERCOLINI, *Mercati finanziari, equilibrio contrattuale e concorrenza*, in *Le più rilevanti decisioni civili della Corte di Cassazione* (a cura di Corte Suprema di Cassazione – Ufficio del Massimario), in www.cortedicassazione.it, 2009
- MERUZZI, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. impr.*, 2006, 944
- MERUZZI, *Responsabilità da contratto, culpa in contraendo e dintorni: il caso SAI-fondiarria-Mediobanca tra vecchi giudizi e nuove prospettive*, in *Giur. Merito*, 2007, fasc. 10
- MESSINEO, *Contratto normativo e contratto tipo*, in *Enc. Dir. X*, Giuffrè, 1962
- MEUCCI, *“Operatore qualificato” nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l’impatto della direttiva MiFID*, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 649
- MICCICHÈ-TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato al vaglio della Cassazione*, in *Le Società*, 2010, 317
- MICHIELI, *Principi generali del contratto e attività di intermediazione finanziaria: limiti alla risarcibilità del danno non prevedibile*, in *Giur. Comm.*, 2009, fasc. 3
- MINASI, *Mediazione*, in *Enc. Giur.*, XXVI, Giuffrè, 1976
- MIOLA, *Commento all’art. 21*, in Campobasso (a cura di) *Testo Unico della Finanza*, Commentario, vol. I, Utet, 2002

- MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr. e impr.*, 2006, 1639
- MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita di titoli obbligazionari*, in *Contr. impr.*, 2005, 495
- MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una vision antagonista del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003
- MORA, *Sull'estensione dell'obbligo di informazione del mediatore ex art.1759 c.c.*, in *Resp. civ.* 1994, 467
- MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. contr.*, 2008, 919
- MORANDI, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47
- MORELATO, *Nuovi requisiti di forma nel contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Cedam, 2006
- MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167
- MUSY, *Responsabilità precontrattuale (culpa in contrahendo)*, in *Dig. Disc. Priv.*, Utet
- NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. civ.*, 2008, 1175
- NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012
- NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contr.*, 2010, 67
- NAZZARO, *Obblighi di informare e procedimenti contrattuali*, Ed.Sc.It., 2000
- NEGRO, *Regole di condotta degli intermediari finanziari: gli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 495
- NICOLUSSI, *Il commiato della giurisprudenza dalla distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Contratti*, 2006, 349

- NICOLUSSI, *Sezioni sempre più unite contro la distinzione fra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi. La responsabilità del medico*, in *Danno e resp.*, 2008, 871
- NOCCO, *Ordine di negoziazione di titoli "Parmalat" ed inosservanza della forma scritta*, in *Danno e resp.*, 2011, 863
- ORTOLANI, *Lingue e politica linguistica nell'Unione Europea*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2002, 127
- PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, II, 122
- PAGNONI, *Contratti di swap*, in Gabrielli-Lener, *I contratti del mercato finanziario*, Utet, 2011, II, 1414
- PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, 2005, 534
- PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Giuffrè, 2007, 331
- PANZINI, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 982
- PARACAMPO, *Gli obblighi di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, fasc. 1
- PARACAMPO, *Le società di consulenza: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459
- PASA, *Forme informative*, in *Dig. Disc. Priv.*, sez. civ., Utet, 2010
- PASSARO, *Intermediari finanziari e violazione degli obblighi informativi: validità dei contratti e natura della responsabilità risarcitoria*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2006
- PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, 2012, in www.dirittobancario.it
- PATTI G. – PATTI S., *Commento sub art. 1337*, in *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, cit., passim
- PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in www.dirittobancario.it, 2011, 5
- PELLEGRINI, *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, fasc. 2

- PELLEGRINI, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171
- PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Cedam, 2007
- PERINU, *Tango bond, un punto ai risparmiatori. Per l'acquisto serviva la forma scritta*, in *Dir. e giust.*, 2006, 2, 34
- PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Ed.Sc.It., 2013
- PERLINGIERI, *L'informazione ed il contratto*, in Perlingieri, *Il diritto dei contratti fra persone e mercato. Problemi del diritto civile*, Ed.Sc.It., 2003
- PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, fasc. 4
- PERRONE, *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Giuffrè, 2008
- PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della Mi-fid in Italia*, a cura di D'APICE, Il Mulino, 2010
- PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, fasc. 3
- PIAZZA, *La convalida tacita in diritto privato*, Ed.Sc.It., 1980
- PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1028
- PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, fasc. 5
- PICARDI, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192
- PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela, asimmetrie e condotte abusive*, Cedam, 2009
- PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Cedam, 2008
- PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Cedam, 1960

- PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Cedam, 1963
- PINORI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, in FERRARINI-MARCHETTI (a cura di) *La riforma dei mercati finanziari*, Ed-ibank, 1998
- PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219
- POLIANI, *Obblighi di informazione e acquisto di obbligazioni Parmalat*, in *Contr.*, 2006, 12
- PONTIROLI-DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, 151
- POTO, *Responsabilità della Consob: ancora irrisolto il problema relativo all'elemento soggettivo*, in *Resp. civ. e prev.*, 2009, II, 1798
- PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *Contr.*, 2008, 1138
- PROSPERI, *la buona fede tra regole di condotta e regole di validità nella tutela del contraente debole*, in *Studi in memoria di Vincenzo Ernesto Cantelmo*, a cura di Favale e Marucci, II, Napoli, 2003
- PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, in *Contr. impr.*, 2008, 936
- PURPURA, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un moderno approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid*, in *Banca borsa tit. cre.*, 2010, fasc. 5
- PUTTI, *La nullità parziale*, Ed.Sc.It., 2002
- RABITTI BEDOGNI, *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, 1998
- RAVAZZONI, *La formazione del contratto*, II, Le regole di comportamento, Giuffrè, 1974, 15
- RAZZANTE, *Contratti di negoziazione e "negoziiazione d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI-LENER, Utet, 2011
- REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 617

- REGALDO, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all'adozione del sistema MIFID*, in *Dir. banca merc. fn.*, 2009, 211
- RESCIGNO, *Obbligazioni (diritto privato). Nozioni generali*, in *Enc. del dir.*, XXIX, Giuffrè, 1979, 198
- RICCIUTO, *La responsabilità precontrattuale nella prospettiva dei Principles of European Contract Law*, in MAZZAMUTO (a cura di), *Il contratto e le tutele*, Utet, 2002, 142
- RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, 150
- RINALDI, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, 12
- ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 106
- RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Le Società*, 2008, 272
- ROLFI, *La Cassazione e la responsabilità precontrattuale: idee del tutto chiare?*, in *Corr. giur.*, 2007, 539
- ROMAGNOLI, *Servizi di investimento, adempimenti informativi dell'intermediario e tutela del consumatore*, in *Nuova giur. civ. e comm.*, 2006, 769
- ROPPO – AFFERNI, *Dai contratti finanziari ai contratti in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 28
- ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria informativa di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 1232
- ROPPO, *Il "contatto sociale" e i rapporti contrattuali di fatto*, in *Casi e questioni di diritto privato*, a cura di Bessone, Giuffrè, 1993
- ROPPO, *Il contratto*, Giuffrè, 2001
- ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 539
- ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 627

- ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione, risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. Impr.*, 2005
- ROPPO, *Sim di distribuzione e promotori finanziari nel regime dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Contr. e impresa*, 1992, 47
- ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485
- ROSSELLO, *Il danno evitabile*, cit., 55 ss. 339
- ROSSI, *Contatto sociale (fonte di obbligazione)*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sezione civile, Appendice di aggiornamento V, Utet, 2010, 346
- ROSSI, *Il diritto plurilingue europeo nella prospettiva del legislatore comunitario e dell'interprete nazionale*, in *Politica del diritto*, 2007, 139
- ROVITO, *Art. 23*, in CAMPOBASSO, *Testo unico della finanza. Commentario*, I, Utet, 2002
- ROVITO, *Commento all'art. 23*, in *Testo unico della finanza*, diretto da CAMPOBASSO, I, Utet, 2002
- ROVITO, *sub art. 23*, *Commentario al testo unico della finanza*, in *Intermediari e mercati*, I, a cura di CAMPOBASSO, Utet, 2002
- RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti swap*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, 411
- RUGGERI, *La prima sentenza d'appello circa l'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Nuova giur. comm.*, 2008, 224
- RUGGIERO, *Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari*, in *Corr. giur.*, 2003, 948
- RULLI, *L'onere della prova nel giudizio di risarcimento danni*, cit., 352-353
- RULLI, *Nota a Tribunale di Milano del 8 luglio 2008*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 215
- SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile diretto da R. Sacco*, Utet, 2004, 549
- SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, II, in *Trattato Sacco*, Utet, 2004, 302

- SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: "ratio decidendi" "obiter dicta" delle Sezioni Unite*, in *Nuova giurispr. civ. comm.*, 2008, 445
- SALATINO, *Contratti di swap. Dall' "operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201
- SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, in *Giur. Comm.*, 2006, fasc. 4
- SANGIONVANNI, *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e resp.*, 2010, 545
- SANGIOVANNI, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contr.*, 2010, 175
- SANGIOVANNI, *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Società*, 2010, 26
- SANGIOVANNI, *Contratti di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*, in *Contr.*, 2012, 132
- SANGIOVANNI, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contr.*, 2007, 779
- SANGIOVANNI, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, 1093
- SANGIOVANNI, *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363
- SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516
- SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, II, 39
- SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133
- SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569
- SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere si astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257

- SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785
- SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contr.*, 2008
- SANGIOVANNI, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1684
- SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2009, 503
- SANGIOVANNI, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*, in *Danno e resp.*, 2009, 1067
- SANGIOVANNI, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *Contr.*, 2006, 970
- SANGIOVANNI, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. mer.*, 2006, 737
- SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MIFID*, in *Contr.*, 2008, 173
- SANGIOVANNI, *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, in *Il corriere del merito*, 2011, 139
- SANGIOVANNI, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973
- SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contr.*, 2007, 243
- SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, 557
- SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno Resp.*, 2006.
- SANTAGATA, *Il mandato. Disposizioni generali, artt. 1703 – 1709*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di SCIALOJA-BRANCA, Zanichelli, 1985
- SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *Trattato dei contratti* diretto da RESCIGNO e GABRIELLI, Utet, 2011, 296

- SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Jovene, 1983, 171
- SANTUOSSO, *La buona fede del consumatore e dell'intermediario nel sistema della responsabilità oggettiva*, in *Banca, borsa, tit, cred.*, 1999, I, passim e 66
- SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini della borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei "consumatori" e della trasparenza del mercato finanziario*, in *Giur. it.*, 1998, 303
- SARTORI, *La rivincita dei rimedi risarcitori*; note critiche a Cass. SS.UU. 19 Dicembre 2007, n. 26725, in www.ilcaso.it
- SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in *Giur. it.*, 2005, 55
- SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 58
- SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*; in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25
- SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, 2004
- SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2004
- SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 997
- SCALISI, *Il contratto e l'invalidità*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, 244
- SCALISI, *Nullità ed inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2001
- SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, in *Contr.*, 2007
- SCARSO, *Il contraente "debole"*, Utet, 2006
- SCHIAVONE, *Dolo (raggiro) e responsabilità precontrattuale*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 790
- SCHLESINGER, *La riforma delle tutele del risparmio. Il progetto del Governo*, in *Corr. Giur.*, 2004

- SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009
- SCIMEMI, *la prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, in *Giur. Comm.*, 2004, II
- SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, 784
- SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità nei contratti su strumenti finanziari: la questione alle Sezioni Unite*, in *Foro it.*, 2007 (nota a Cass. civ. 16 febbraio 2007, n. 3683
- SCOGNAMIGLIO, *Ancora sulla responsabilità della banca per violazione di obblighi discendenti dal proprio status*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 653
- SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. Dir. priv.*, 2008
- SCOTTI CAMUZZI, *L'istituto di credito è tenuto a garantire l'effettiva osservanza delle regole Consob*, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, 100
- SERRAINO, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, 3, 55
- SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da VISINTINI, Cedam, 2009
- SESTA, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*, in *Corriere giur.*, 2009, 1611
- SESTA, *Servizi di investimento, obblighi di informazione e tutela del cliente*, IV Congresso nazionale di aggiornamento professionale organizzato dal Consiglio Nazionale Forense, Scuola Superiore dell'Avvocatura
- SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile della autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6 bis, della legge n. 265/2005: un primo monito della Cassazione?*, in *Giur. it.*, 2009, 2307
- SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55
- SIRENA, *Il diritto europeo dei contratti, autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, Giuffrè, 2006, 353
- SOMMA, *Introduzione critica al diritto europeo dei contratti*, Giuffrè, 2007

- SPADARO, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506
- STOLFI, *Il principio di buona fede*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, 165, nt. 4 e 168
- STOLFI, *La mediazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Zanichelli, 1970
- TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169
- TASSONE, *Valutazione dell'adeguatezza dell'investimento in strumenti finanziari ed interpretazione "comunitariamente orientata"*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, fasc. 12
- TATOZZI, *La nozione di "operatore qualificato" tra vecchie certezze interpretative e nuovi assetti normativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 203
- TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363
- TODOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307
- TOLA, *Responsabilità della Sim per i danni commessi dal promotore finanziario, corresponsabilità della banca e concorso di colpa del danneggiato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 121
- TOMMASINI, *Commentario breve al diritto dei consumatori, sub art. 21 TUF*, Cedam, 2010
- TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*, in *Nuova giur. comm.*, 2007, 809
- TOMMASINI, *La nozione di "operatore qualificato" tra requisiti obiettivi e dichiarazioni autoreferenziali*, in *Riv. Dir. civ.*, 2008, 313
- TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 697
- TOSCHI VESPASIANI, *Mediazione tipica ed atipica e contratto di mandato*, in *Contr.*, 2009, 1085

- TOSCHI VESPASIANI, *Nullità del contratto di negoziazione di titoli per violazione dell'obbligo di informazione dell'investitore da parte dell'intermediario finanziario*, in *Resp. Civ.*, 2007
- TRABUCCHI, voce *Dolo (diritto civile)*, in *Noviss. dig. it.*, VI, Utet, 1960, 151
- TRAVERSO, *Causalità e colpevolezza nel concorso di colpa del danneggiato*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1994, II, 235
- TROIANO, *La ragionevolezza nel diritto dei contratti*, Cedam, 2005
- TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in *Contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI e LENER, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Utet, 2011
- TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 68
- TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, fasc. 5
- VENTURI, *L'adequatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 11
- VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza, trasparenza nel t.u.f.*, in *Eur. e dir. Priv.*, 2000
- VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 242
- VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite (la buona fede come rimedio risarcitorio)*, in *Contr. Impr.*, 2008
- VIGLIONE, *Prestazione d'opera intellettuale e disciplina applicabile, tra obbligazioni di merci e di risultato*; in *Eur. e dir. priv.*, 2006, 781
- VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Giuffrè, 1993
- VILLA, *Danno e risarcimento contrattuale*, in *ROPPO* (a cura di), *Rimedi - 2*, in *Tr. del contratto* diretto da ROPPO, Giuffrè, 2006, 920
- VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Cedam, 1972

- VIZZARI, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, 2009
- ZACCARIA, *Deraufhaltsame Aufstieg des sozialen Kontakts (la resistibile ascesa del “contatto sociale”)*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 77
- ZAGHINI, *La valutazione di adeguatezza nella MiFID: gli orientamenti dell’ESMA applicabili dal 22 dicembre 2012*, in www.dirittobancario.it
- ZITIELLO, *I consulenti finanziari*, in *La MiFID in Italia*, a cura di ZITIELLO, Utet, 2009
- ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia*, a cura di ZITIELLO, Utet, 2009

GIURISPRUDENZA ITALIANA

Corte di Cassazione

- CASS., n. 2920 del 30.10.1963, in *riv. Giur. Ed.*, 1964, i, 41
- CASS., n. 2027 del 29.7. 1967, in *Foro it.*, 1968, i, 495
- CASS., n. 1647 del 1.6.1968, in *Foro it.*, 1968, i, 1760
- CASS., n. 1494 del 18.5.1971, in www.italgiure.giustizia.it
- CASS., SS.UU., n. 2363 del 20.7.1971, in *Giur. It.*, 1972, i, 907
- CASS., n. 3445 del 20.12.1973, in *Giur. It.*, 1974, i, 730
- CASS., n. 5610 del 18.10.1980, in *Riv. Dir. Comm.*, 1982, ii, 167
- CASS., n. 5503 del 21.10.1981, in www.italgiure.giustizia.it
- CASS., 26.10.1985, n. 5277, in *Arch. Civ.*, 1985, 153
- CASS., 18.10.1991, n. 11038, in *Mass. Giust. Civ.*, 1991
- CASS., 3.6.1993, n. 6219, in *Resp. Civ.* 1994, 467
- CASS., 11.12.1995, n. 12647, in *Corr. Giur.*, 1996, 282
- CASS., n. 11279/1997, in *Foro it.*, 1998, 3292
- CASS., 26.2.1998, n. 2079, in *Danno e resp.*, 1998, 447
- CASS., 16.3.1999, n. 2336, in *Giust. Civ.*, 1999, i, 2333
- CASS., 6.4.2000, n. 4327, in www.ilcaso.it

CASS., 7.3.2001, in www.ilcaso.it
 CASS., 7.9.2001, n. 11495, in *Contr.*, 2002, 27
 CASS., SS. UU., n. 13533 del 30.10.2001, in *Corr. Giur.*, 2001, 1565
 CASS., 11.1.2002, n. 317, in www.dejure.it
 CASS. 12.2.2003, n. 2104, in *Orient. Giur. Lav.*, 2003, i, 260
 CASS. 9.2.2004, n. 2422, in www.dejure.it
 CASS. 15.10.2004, n. 20324, in www.dejure.it
 CASS., SS. UU., n. 15781 del 28.7.2005, in *Nuova giur. Civ. Comm.*,
 2006, i, 828
 CASS., SS.UU., n. 6572 del 24.3.2006, in *Foro it.*, 2006, i, 1344
 CASS. 20.4.2006, n. 9253 in *Giust. Civ.*, 2007, 1454
 CASS. N. 16937 del 25.7.2006, in *Corr. Giur.*, 2007, 539
 CASS., 19.12.2007, nn. 26724 e 26725, in *Società*, 2008, 449
 CASS., SS.UU., nn. 26724 e 26725 del 19.12.2007
 CASS., SS.UU., sent. N. 577 del 11.1.2008, in *Giur. It.*, 2008, 1653
 CASS. CIV., 25.6.2008, in www.ilcaso.it
 CASS., n. 3773 del 17.2.2009, in *Danno e resp.*, 2009, 503
 CASS., n. 4587 del 25.2.2009, in *Resp. Civ. E prev.*, 2009, ii, 1798
 CASS., 26.5.2009, n. 12138, in *Giur. It.*, 2009, 2711
 CASS., 14.7.2009, n. 16382, in *Contr.*, 2009, 1085
 CASS. N. 20684 del 25.9.2009, in *Nuova giur. Civ. Comm.*, 2010, i,
 144
 CASS. 26.3.2010, n. 7305, in *Guida al diritto*, 2010, 19
 CASS., 22.12.2011, n. 28432, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2013, 31
 CASS., 13.1.2012, n. 384, in *Nuova giur. Civ. Comm.*, 2012, 47
 CASS., 2.2.2012, n. 1480, in *Foro it.*, 2012, i, 1474
 CASS., 22.3.2012, n. 4564, in www.ilcaso.it
 CASS., 26.10.2012, n. 18502, in www.dejure.it
 CASS., 30.1.2013, n. 2185

Corti di Appello

- APP. MILANO, 26.1.1999, in *Contr.*, 2000, 255
- APP. MILANO, 13.6.2003, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2004, ii, 297
- APP. MILANO, 13.10.2004, in *Contratti*, 2005, 1085
- APP. GENOVA, 30.6.2006, in *Giur. Merito*, 2007, 1910
- APP. TORINO, 30.11.2006, in *Contr.*, 2007, 237
- APP. MILANO, 19.12.2006, in *Danno e resp.*, 2007, 562
- APP. TORINO, 20.4.2007, in www.ilcaso.it
- APP. BRESCIA, 20.6.2007, in www.ilcaso.it
- APP. MILANO, 12.10.2007, in *Giur. It.*, 2008, 1164 e in nuova giur. Comm., 2008, 224
- APP. TORINO, 19.10.2007, in www.ilcaso.it
- APP. VENEZIA, 19.11.2007, in *Il civilista*, 2009, 3 47
- APP. VENEZIA, 16.7.2008, in www.ilcaso.it
- APP. MILANO, 13.11.2008, in www.ilcaso.it
- APP. TRENTO, 5.3.2009, in *Giur. Di merito*, 2009, 1516
- APP. TORINO, 28.7.2009, in www.ilcaso.it
- APP. FIRENZE, 20.10.2009, in www.ilcaso.it
- APP. REGGIO CALABRIA, 14.12.2009, in www.ilcaso.it
- APP. TORINO, 13.10.2010, in www.ilcaso.it
- APP. TORINO, 4.4.2011, in www.ilcaso.it
- APP. MILANO, 25.5.2011, in www.ilcaso.it
- APP. TORINO, 20.1.2012, in www.ilcaso.it
- APP. TORINO, 1.4.2012, in www.ilcaso.it
- APP. TORINO, 3.4.2012, in www.ilcaso.it
- APP. MILANO, 9.1.2013, in www.ilcaso.it
- APP. MILANO, 6.2.2013, in www.ilcaso.it
- APP. PALERMO, 15.3.2013, in www.ilcaso.it
- APP. VENEZIA, 19.11.2007, in *Il civilista*, 2009, 3, 47
- APP. BRESCIA, 20.6.2007, in *Il civilista*, 2009, 3, 47

Tribunali

- TRIB. MILANO, 20.2.1997, in *Banca, borsa e tit. Cred.*, 2000, 82
- TRIB. TORINO, 10.4.1998, in *Contr.*, 1999, 45
- TRIB. MANTOVA, 16.11.2002, in www.ilcaso.it
- TRIB. FIRENZE, 27.11.2002, in *Dir. Banca merc. Fin.*, 2004, 155
- TRIB. MILANO, 2.4.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. MILANO, 3.4.2004, in *Giur. Comm.*, 2004, 530
- TRIB. MANTOVA, 12.7.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. MONZA, 27.7.2004, in *Resp. Civ. E prev.*, 2005, 135
- TRIB. VENEZIA, 22.9.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. MILANO, 7.10.2004, in *Giur. It.*, 2005, 754
- TRIB. MANTOVA, 12.11.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. VENEZIA, 22.11.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. MANTOVA, 1.12.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. MONZA, 16.12.2004, in www.ilcaso.it
- TRIB. PALERMO, 17.1.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. TORINO, 3.2.2005, in *Dir. E prat. Soc.*, 2005, 69
- TRIB. FIRENZE, 18.2.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. FERRARA, 25.2.2005, n. 217, in www.ilcaso.it
- TRIB. NOLA, 1.3.2005, in *Società*, 2005, 1415
- TRIB. ROMA, 11.3.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. MANTOVA, 15.3.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. GENOVA, 15.3.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 609
- TRIB. MILANO, 6.4.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. GENOVA, 12.4.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. GENOVA, 18.4.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604
- TRIB. FIRENZE, 19.4.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. RIMINI, 11.5.2005, in www.ilcaso.it
- TRIB. TARANTO, 16.5.2005, in www.ilcaso.it

TRIB. PARMA, 16.5.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. ISERNIA, 22.5.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA, 23.5.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 25.5.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 28.5.2005, n. 6093, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 30.5.2005, in *Giur. It.*, 2005, 1857
TRIB. TRANI, 7.6.2005, in *Nuova giur. Civ. E comm.*, 2006, 769
TRIB. VENEZIA, 8.6.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1237
TRIB. BARI, 20.6.2005, in *Resp. Civ. E prev.*, 2006, 1086
TRIB. BRINDISI, 21.6.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. VENEZIA, 11.7.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1231
TRIB. MARSALA 12.7.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. BIELLA, 12.7.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. BRINDISI, 22.7.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 25.7.2005, in *Corr. Merito*, 2005, 1047
TRIB. ROMA, 29.7.2005, in *Dir. Banca e merc. Fin.*, 2006, 465
TRIB. GENOVA, 2.8.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1225
TRIB. GENOVA, 28.8.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. TREVISO, 10.10.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. PINEROLO, 14.10.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 21.10.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. PARMA, 21.10.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 21.10.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 7.11.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA, 17.11.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. PARMA, 17.11.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 25.11.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. BRINDISI, 26.12.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. BRINDISI, 30.12.2005, in www.ilcaso.it
TRIB. CAGLIARI, 2.1.2006, in www.ilcaso.it

TRIB. SASSARI, 16.1.2006, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 2009, ii, 108
TRIB. ROVERETO, 18.1.2006, in *Contr. Impr.*, 2006, 579
TRIB. TRANI, 31.1.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. BARI, 20.2.2006, in *Giur. Merito*, 2006, 2173
TRIB. MILANO, 15.3.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 20.3.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. RIMINI, 25.3.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 25.3.2006, in *Corr. Mer.*, 2006, 737
TRIB. BARI, 27.3.2006, in *Corr. Merito*, 2006, 1000
TRIB. ROMA, 31.3.2006, in *Foro it.*, 2005, i, 2538
TRIB. MILANO, 7.4.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. FOGGIA, 15.5.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. TERAMO, 18.5.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. FIRENZE, 29.5.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. TRANI, 30.5.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. LECCE, 12.6.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. GENOVA, 26.6.2006, in *Foro pad.*, 137
TRIB. PESCARA, 30.6.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO 18.7.2006, in *Contr.*, 2006, 966
TRIB. MILANO, 20.7.2006, in *Nuova giur. Comm.*, 2007, 809
TRIB. BRINDISI, 18.8.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. TRENTO, 28.9.2006, n. 927 in www.ilcaso.it
TRIB. BIELLA, 29.9.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. NAPOLI, 18.10.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. FIRENZE, 23.10.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. NAPOLI, 7.11.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. RIMINI, 21.11.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 22.11.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. FIRENZE, 4.12.2006, in www.ilcaso.it
TRIB. NOVARA, 18.1.2007, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2008, 57

TRIB. CAGLIARI, 18.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. NOVARA, 18.1.2007, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2008 ii, 57
TRIB. CAGLIARI, 18.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. FIRENZE, 18.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 23.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. BIELLA, 26.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 31.1.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. TRENTO, 1.2.2007, n. 218, in www.ilcaso.it
TRIB. TARANTO, 1.2.2007, n. 218, in www.ilcaso.it
TRIB. TRENTO, 1.2.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. MODENA, 2.2.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 8.2.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 12.2.2007, n. 930, in www.ilcaso.it
TRIB. ANCONA, 18.2.2007, n. 243, in www.ilcaso.it
TRIB. PARMA, 21.3.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. UDINE, 21.3.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. MANTOVA, 22.3.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. GENOVA, 22.3.2007, in *Foro pad.*, 2007, i, 126
TRIB. VENEZIA, 24.3.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. ASTI, 29.3.2007, in *Corr. Merito*, 2007, 1023
TRIB. MILANO, 4.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. CAGLIARI, 4.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. BIELLA, 5.4.2007, in *Banca, borsa e tit. Cred.*, 2009, 84
TRIB. ANCONA, 12.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. AREZZO, 17.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. RIMINI, 21.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 26.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. LANCIANO, 30.4.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. SAVONA, 9.5.2007, in www.ilcaso.it
TRIB. VENEZIA, 30.5.2007, in www.ilcaso.it

TRIB. TRANI, 6.6.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. ORISTANO, 12.6.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VICENZA, 15.6.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VERONA, 22.6.2007, in *Contratti*, 2007, 1093
 TRIB. PESCARA, 30.6.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. FIRENZE, 6.7.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. BRINDISI, 18.7.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. MILANO, 20.7.2007, in www.ilsole24ore.it
 TRIB. RIMINI, 21.7.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VICENZA, 17.8.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. PARMA, 11.9.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. TORINO, 18.9.2007, in *Nuova giur. Comm.*, 2008, 337
 TRIB. SANTA MARIA CAPUA VETERE, 4.10.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. PARMA, 10.10.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. PARMA, 11.10.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VENEZIA, 25.10.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VENEZIA, 8.11.2007, in *Giur. It.*, 2008
 TRIB. LIVORNO, 21.11.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. VERONA, 28.11.2007, in *Giur. It.*, 2008, 2235
 TRIB. FORLÌ, 28.11.2007, in www.ilcaso.it
 TRIB. ROVIGO, 3.1.2008, in *Giur. It.*, 2008, 2235
 TRIB. TARANTO, 8.1.2008, in www.ilcaso.it
 TRIB. PARMA, 9.1.2008, in www.ilcaso.it
 TRIB. TORINO, 1.2.2008, in www.dejure.giuffre.it
 TRIB. MILANO, 7.2.2008, in www.ilcaso.it
 TRIB. VICENZA, 12.2.2008, in *Giur. It.*, 2008, 2235
 TRIB. PALERMO, 13.2.2008, in www.ilcaso.it
 TRIB. MONZA, 19.2.2008, in www.ilcaso.it
 TRIB. VENEZIA, 28.2.2008, in *Contratti*, 2008, 555
 TRIB. PISA, 9.3.2008, in www.ilcaso.it

TRIB. PARMA, 18.3.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA, 20.3.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. SIRACUSA, 13.5.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. MONZA, 4.6.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. PESCARA, 10.6.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 19.6.2008, in *Società*, 2009, 997
TRIB. FORLÌ, 11.7.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. PIACENZA, 11.7.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 24.7.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. FORLÌ, 18.9.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 24.9.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. MASSA, 26.9.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. LECCO, 17.10.2008, in www.ilcaso.it;
TRIB. MILANO, 13.11.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. PARMA, 9.12.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. VERONA, 23.12.2008, in www.ilcaso.it
TRIB. RIMINI, 31.12.2008, www.ilcaso.it
TRIB. VICENZA, 29.1.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. GORIZIA, 30.1.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. CATANIA, 13.2.2009, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2009, 203
TRIB. MILANO, 14.2.2009, in *Corr. Giur.*, 2009, 973
TRIB. CATANIA, 18.2.2009, in www.ilcaso.it.
TRIB. BOLOGNA, 2.3.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. FORLÌ, 3.3.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. MONZA, 4.3.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. PARMA 8.3.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA, 29.3.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. FORLÌ, 7.4.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 9.4.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. BERGAMO, 27.4.2009, in www.ilcaso.it

TRIB. SALUZZO, 28.4.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. FORLÌ, 7.5.2009 TRIB. VIGEVANO, 8.5.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. PIACENZA, 28.7.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. FERRARA, 19.8.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 26.8.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. REGGIO EMILIA, 2.10.2009, n. 1281, in www.ilcaso.it
TRIB. RAVENNA, 12.10.2009, in *Nuova giur. Civ. Comm.*, 2010, 453
TRIB. TORINO, 27.10.2009, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 23.11.2009, n. 7952, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 30.11.2009, n. 8151, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 5.1.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. FORLÌ, 20.1.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. FERRARA, 28.1.2010, in *Foro it.*, 2010, 1310
TRIB. ORISTANO, 28.1.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. UDINE, 5.3.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA, 29.3.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. UDINE, 13.4.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 26.5.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. RAVENNA, 29.5.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. VENEZIA, 24.6.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. BENEVENTO, 29.6.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. BARI, 15.7.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. TRAPANI, 29.7.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. ALBA, 2.11.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. PIACENZA, 30.11.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 15.12.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 22.12.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. NAPOLI, 30.12.2010, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 21.1.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. TORINO, 31.1.2011, in www.ilcaso.it

TRIB. ROMA, 4.2.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. ALBA, 22.3.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 19.4.2011, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2011, ii, 748
TRIB. PERUGIA, 7.5.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. LECCE, 9.5.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. NOVARA, 23.6.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. ROMA 30.6.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. UDINE, 1.7.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. RAVENNA, 2.9.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. MONDOVÌ, 9.11.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. NAPOLI, 14.11.2011, in www.ilcaso.it
TRIB. MODENA, 23.12.2011, in *Contr.*, 2012, 132
TRIB. BIELLA, 13.1.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 21.2.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. COMO, 7.3.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 20.3.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. MILANO, 23.3.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. BOLOGNA, 27.3.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. NOVARA, 20.4.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. LUCERNA, 26.4.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. CUNEO, 31.5.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. MONZA, 14.6.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. NOVARA, 23.6.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. MONZA, 17.7.2012, in www.dirittobancario.it
TRIB. NOVARA, 19.7.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. LECCO, 20.7.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. PIACENZA, 28.7.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. SALERNO, 20.10.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. COMO, 7.12.2012, in www.ilcaso.it
TRIB. VERONA, 10.12.2012, in www.ilcaso.it

TRIB. FORLÌ, 18.1.2013, in www.ilcaso.it
TRIB. BRINDISI, 29.1.2013, in www.ilcaso.it
TRIB. TRAPANI, 3.4.2013, in www.ilcaso.it
TRIB. SALERNO, 2.5.2013, in www.ilcaso.it
TRIB. RAVENNA, 19.11.2007, in *Dir. Internet*, 2008, 2, 195
TRIB. ROMA, 18-25.3, in www.ambiente-diritto.it

DOTTRINA E LETTERATURA TEDESCA

- ABEGGLEN, *Die Aufklärungspflichten in Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere im Bankgeschäft*, Bern, 1995
- ARENDTS, *Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung*, München, 1998
- ASSMANN, *Prospekthaftung*, in *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, München, 1997
- ASSMANN-SCHNEIDER-KOLLER, *Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, sub § 31*, Köln, 2006
- BACHOF, *Über öffentliches Recht*, in *Festgabe aus Anlaß des 25jährigen bestehens des Bundesverwaltungsgerichts*, München, 1978
- BALZER, *Anlegerschutz bei Verstößen gegen die Verhaltenspflichten nach §§ 31 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, in ZBB 1997, 262
- BENEDICK, *Die Informationspflichten im UN- Kaufrecht (CISG) und ihre Verletzung. Unter Berücksichtigung des Zusammenspiels mit dem nationalen schweizerischen Recht*, Stämpfli Verlag, 2008.
- BLIESENER, *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlin, 1998
- BRANDT, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage*, Baden-Baden, 2002.
- BREDOW-VOGEL, *Unternehmenssanierung und Restrukturierung von Anleihen, Welche Verbesserungen bringt das neue Schuldverschreibungsrecht?*, in ZBB 2008, 8
- BREIDENBACH, *Die Voraussetzungen von Informationspflichten beim Vertragsschluss*, München, 1989

- BREMER, *Die Börsensachverständigenkommission*, Berlin, De Gruyter, 1976
- BUCK-HEEB, *Zur Aufklärungspflicht von Banken bezüglich Gewinnmargen*, in BKR, 2010, fasc. 1.
- BUHK, *Die Haftung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bei der Anlagevermittlung und der Anlageberatung*, Frankfurt a.M., 1999
- BULTMANN-HOEPNER-LISCHKE, *Anlegerschutzrecht*, NJW Praxis, 2009, 180
- BUSCH, *Informationspflichten im Wettbewerbs- und Vertragsrecht*, Mohr Siebeck, 2008.
- CAHN, *Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG*, in ZHR, 1998, 39
- CANARIS, *Bankvertragsrecht, Erster Teil in Großkommentar zum Handelsgesetzbuch*, Band 1, Rz. 100
- CANARIS, *Die Haftung des Sachverständigen zwischen Schutzwirkungen für Dritte und Dritthaftung aus culpa in contrahendo*, in JZ, 1998.
- DEWILS-REISICH, *Haftung für "Schrott"-Zertifikate? – Aufklärungs- und Beratungspflichten nach BGB und WpHG beim Erwerb von Zertifikaten*, in NJW, 2009, 116
- DURBIN, *All about derivatives : the easy way to get started*, New York, 2005
- EDELMANN – Hertel, *Grenzen des Verbraucherschutzes und die Haftung der Banken bei Immobilienfinanzierung*, in DStR, 2000.
- EDELMANN, *Bankenhaftung – Aufklärungs- und Hinweispflichten bei der Finanzierung von Bauherren- und Erwerbmodellen*, in MDR, 2000.
- EHLERS, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht – Zugleich eine Besprechung des gleichnamigen Buches von Detlev Schmidt*, Verw., 1987
- FABBENDER, *Innerbetriebliches Wissen und Bankrechtliche Aufklärungspflichten*, Berlin, New York, 1998
- FLEISCHER, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten*, München, 2001

- FRÜH, *Die Aufklärungspflichten von Kreditinstituten bei der Kreditvergabe*, in WM, 1998.
- GALLANDI, *Die Aufklärungspflichten bei Innenprovisionen*, in WM, 2000.
- GERNETH, *Die Kreditvollmacht des Geschäftsbesorgers/Treuhänders beim außenfinanzierten Immobilienerwerb*, WVB Verlag, 2006.
- GLADE, *Anlegerschutz bei Börsentermingeschäften im europäischen Vergleich*, Regensburg, 2002
- GOTTWALD, *Die Haftung für culpa in contraendo*, in JuS, 1982.
- GRIGOLEIT, *Anlegerschutz Im Wertpapiergeschäft. Verantwortlichkeit Der Organmitglieder Von Kreditinstituten*, Bankrechtstag, Schriftenreihe Der Bankrechtlichen Vereinigung, 2012
- GRIGOLEIT, *Vorvertragliche Informationshaftung: Vorsatzdogma, Rechtsfolgen*, Schranken, München, 1997
- GRUNDMANN, in EBENROTH-BOUJONG-JOOST, *Handelsgesetzbuch, Kommentar*, München, 2001
- HABSCHICK-EVERS, *„Anforderungen an Finanzvermittler“ – Studie im Auftrag des Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz*, 2008
- HADDING, *Zur Abgrenzung von Unterrichtung, Aufklärung, Auskunft, Beratung und Empfehlung als Inhalt bankrechtlicher Pflichten*, in HORN-LWOWSKI-NOBBE, *Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven*, Festschrift für Herbert Schimansky, Köln, 1999, 67
- HADDING-HOPT-SCHIMANSKY, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung*, Bankrechtstag 1995, Berlin, 1996
- HEINSIUS, *Pflichten und Haftung der Kreditinstitute bei der Anlageberatung*, in ZBB, 1994, 47
- HELLMANN – GUNTHER, *Neues Schuldrecht und Bankgeschäfte – Wissenszurechnung bei Kreditinstituten – Bericht zum Bankrechtstag am 28. Juni 2002 in Leipzig*, in WM, 2002.
- HELLNER-THORWALD-STEUER, *Bankrecht und Bankpraxis, Loseblattsammlung, in Wertpapierhandel und Depotgeschäft*, Köln, 2006, 1273

- HERRESTHAL, *Die Rechtsprechung zu Aufklärungspflichten bei Rückvergütungen auf dem Prüfstand des Europarechts*, in WM, 2012, 2261
- HEYMANN, *Die neuere Rechtsprechung zur Bankenhaftung bei Immobilienkapitalanlagen*, in NJW, 1999.
- HOPT, *50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick*, in WM, 40/2009, 1873
- HOPT, *Aktuelle Rechtsfragen der Haftung für Anlage- und Vermögensberatung*, 1985
- HOPT, *Der Kapitalanlagerschutz im Recht der Banken*, München, 1975.
- HOPT, *Funktion, Dogmatik und Reichweite der Aufklärungs-, Warn- und Beratungspflichten der Kreditinstitute*, in HADDING-HOPT-SCHIMANSKY, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute – Der moderne Schuldturn?*, Bankrechtstag 1992, Berlin, 1993, 3
- HORN, *Culpa in Contrahendo*, in JuS, 1995.
- HORN, *Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, in ZBB, 1997.
- HOUBEN, *Gestione di portafogli di investimento e dovere di diversificazione: violazione degli obblighi comportamentali degli intermediari e onere probatorio*, in Banca borsa tit. cred., 2010, fasc. 2.
- HUBER, *Aufklärungspflichten vor Vertragsschluß*, in Karlsruher Forum, 2000.
- IURILLI, *Short selling, intermediazione finanziaria, asimmetrie informative ed esperienza dell'investitore*, in Resp. Civ., 2006.
- JHERING, *Culpa in contrahendo oder Schandenersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*, in *Jahrbücher für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts*, 1861, IV, 1
- JOST, *Vertragslose Auskunft- und Beratungshaftung*, Baden-Baden, 1991
- KATZENMEIER, *Aufklärungs- /Mitwirkungspflichten der nicht beweisbelasteten Partei im Zivilprozeß*, in JZ, 2002.

- KIND, *Börsen- und Finanztermingeschäfte*, Frankfurt a. M., 2004
- KOLLER, in ASSMANN-SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz, sub § 31*, Köln, 2003
- KÖNDGEN, *Die Entwicklung des Bankkreditrechts in den Jahren 1995 – 1999*, in NJW, 2000.
- KÖNDGEN, *Wie viel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde? Bemerkungen zum Richtlinienentwurf des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zu § 35 Abs. 2 WpHG*, in ZBB, 1996, 361
- KRÜGER, *Aufklärung und Beratung bei Kapitalanlage – Nebenpflicht statt Beratungsvertrag*, in NJW, 2013, 1845
- KÜMPEL, *Das Effektingeschäft im Lichte des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes*, in WM, 1993, 2026
- KÜMPEL, *Wertpapierhandelsgesetz – eine systematische Darstellung*, Berlin, 1996
- LANG, *Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistung*, München, 2003
- LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern – Zivilrechtliche Vorfeldpflichten bei Anlagegeschäften an Finanz- und Terminmärkten unter Berücksichtigung der §§ 31, 32 WpHG*, Berlin, 2000
- LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern. Zivilrechtliche Grundlagen, typischen Anforderungen, Haftung*, München, 2003
- LARENZ, *Bemerkungen zur Haftung für “culpa in contrahendo”*, in Festschrift für Kurt Ballerstedt, Berlin, 1975.
- LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, München, 1982, I, Allgemeiner Teil § 13
- LEISCH, *Informationspflichten nach § 31 WpHG. Rechtsnatur und Inhalt. Zur zivilrechtlichen Geltung einer Norm des Wirtschaftsrechts*, Beck München, 2004
- LOGES, *Die Begründung neuer Erklärungspflichten und der Gedanke des Vertrauensschutzes*, Berlin, 1991
- LORENZ, *Der Schutz vor dem unerwünschten Vertrag – Eine Untersuchung von Möglichkeiten und Grenzen der Abschlußkontrolle im geltenden Recht*, München, 1997
- LORENZ, *Vertragsaufhebung wegen culpa in contrahendo: Schutz der Entscheidungsfreiheit oder des Vermögens?*, in ZIP, 1998.

- M. STAUDINGER, *BGB Kommentar, sub § 311*, Beck-online, 2012
- M.-P. WELLER, *Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags. Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille Deutsche Bank*, in ZBB 3/11, 191
- MAURER, *Allgemeines Verwaltungsrecht, § 24*, München, 2000
- MÖLLERS – LEISCH, *Neuere Gesetze und Rechtsprechung zur bank- und kapitalmarktrechtlichen Informationshaftung*, in JZ, 2000.
- MÖLLERS, *Probleme zum Kundenfinanzierungsvertrag*, in NJW, 1956.
- MÜLLER, *Vorvertragliche und vertragliche informationspflichten nach englischem und deutschem Recht*, Heidelberg, 1994
- MÜNCHENER KOMMENTAR zum BÜRGERLICHEN GESETZBUCH, München, 2010.
- NOBBE, *Aktuelle Rechtsprechung zur Haftung der Anlageberater und Anlagevermittler*, in RWS-Forum Bankrecht, Köln, 1998, 235
- P. BÜLOW, *Aufklärungspflichten von Banken gegenüber Verbrauchern*, in NY, 2010, 221
- PALANDT, *Bürgerliches Gesetzbuch*, München.
- PEINE, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, Heidelberg, 2000
- REIFNER, *Europäische Finanzaufsicht und Verbraucherschutz – Wie kann der Schutz der Verbraucherinteressen in die BaFin integriert werden? Vortrag auf dem 2. Verbraucherschutzforum der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht am 05.10.2011 LVR-Landesmuseum Bonn*, in VuR, 11/2011, 410
- ROUGE, *La spéculation: les règles du jeu*, in Les Petites Affiches, 1993, 16
- RULAND, *Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps*, in BKR, 2013, 56
- RÜTHERS, *Rechtstheorie. Begriff, Geltung und Anwendung des Rechts*, Rdn. 66, München, 1999
- SCHÄFER-MÜLLER, *Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen*, Köln, 1999;
- SCHLÜTER, *Kenntnisbeweis und Bankenhaftung. Ein Beitrag zum Recht der Unternehmenshaftung*, Peterlang Verlag, 2003

- SCHMIDT, *Die Unterscheidung von privatem und öffentlichem Recht*, Baden-Baden, 1985
- SCHÖN, *Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, Hamburg, 1998
- SCHULTE-FROHLINDE, *Art. 11 Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und seine Umsetzung durch das Wertpapierhandelsgesetz*, Frankfurt a. M., 1999
- SCHWARK, *Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff WpHG*, in HADDINGHOPT-SCHIMANSKY, *Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung*, Bankrechtstag 1995, Berlin, 1996
- SCHWARK-ZIMMER, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Verlag C. H. Beck, 2010
- SCHWARZE, *Vorvertragliche Verständigungspflichten*, Tübingen, 2001
- SEYFRIED, in KÜMPEL-WITTIG, *Bank- und Kapitalmarkt-recht*, Dr. Otto Schmidt, Köln, 2011
- SMITH-STULZ, *The Determinants of Firms' Hedging Policies*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 391
- SPINDLER, *Aufklärungspflichten im Bankrecht nach dem "Zins-Swap-Urteil" des BGH*, in NJW 27/2011.
- STAFFLAGE, *Die Anlageberatung der Banken. Das Kreditinstitut im Spannungsverhältnis zwischen Informationspflicht und Insiderhandelsverbot*, ES Verlag, 1996.
- STULZ, *Rethinking risk management*, *Jornal of applied corporate finance*, 1996
- TAUBERT, *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*, RWS Verlag, Köln, 2009
- TIFFE, *Die Struktur der Informationspflichten bei Finanzdienstleistungen*, Nomos, 2006.
- VORTMANN, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken*, Köln, 2002
- VORTMANN, *Handbuch zur Prospekthaftung und Anlageberatung*, Stuttgart, 2000

- WALDECK, *Haftung aus Anlageberatung*, in CRAMER-RUDOLPH, *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung*, Frankfurt a.M., 1995
- WIENEKE, *Discount-Broking und Anlegerschutz*, Baden-Baden, 1999
- WOLFF, *Der Unterschied zwischen öffentlichem und privatem Recht*, AöR 76, 1950
- ZIMMERMANN, *Zur Formbedürftigkeit der Vollmacht und den Informationspflichten bei Finanzierung eines Erwerbs im Immobilienmodell*, Lang Frankfurt a. M., 2002.

GIURISPRUDENZA TEDESCA

Bundesgerichtshof

- BGH, 22.01.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1108
- BGH, 05.03.1991, XI ZR 151/89, in NJW, 1991, 1947
- BGH, 06.07.1993, XI ZR 12/93, in BGHZ, 123, 126
- BGH, 6.7.1993, XI ZR 12/93, in BGHZ, 2006, 891
- BGH, 9.7.1993, IX ZR 12/93, in BGHZ, 123, 126
- BGH 27.02.1996, in ZIP, 1996, 667
- BGH, 28.01.1997, XI ZR 22/96, in WM, 1997, 662
- BGH, 27.09.1997, XI ZR 244/95, in WM 1997, 309
- BGH, 5.10.1999, XI ZR 296/98, in BGHZ 142, 345, 353
- BGH, 09.05.2000, XI ZR 159/99, in NJW-RR, 2000, 1497
- BGH, 24.07.2001, XI ZR 329/00, in WM, 2001, 1718
- BGH, 24.7.2001, XI ZR 329/00, in NJW-RR 2002, 405
- BGH, 12.03.2002, XI ZR 258/01, in BGHZ, 150, 164
- BGH, 4.4.2002, III ZR 237/01, in NJW, 2002, 1868
- BGH, 16.05.2002 - VII ZR 479/00, in WM, 2002, 1295
- BGH, 11.11.2003, in WM 2004, 24
- BGH, 11.11.2003, XI ZR 21/03, in NJW-RR, 2004, 484
- BGH, 13.01.2004 - XI ZR 355/02, in ZIP, 2004, 452

BGH, 13.7.2004, XI ZR 178/03, in WM, 2004, 1774
 BGH, 28.09.2004, XI ZR 259/03, in ZIP, 2004, 2178
 BGH, 23.11.2004, XI ZR 137/03, in NJW, 2005, 1113
 BGH, 28.7.2005, III ZR 290/04 , in ZIP, 2005, 1599
 BGH, 21. 3. 2006 – XI ZR 63/05, in ZIP, 2006, 891
 BGH, 19.12.2006, XI ZR 56/05, in BGHZ, 170, 226
 BGH, 19.12.2006, XI ZR 56/05, in WM, 2007, 487, 489
 BGH, 19.2.2008, XI ZR 170/07, in ZIP, 2008, 873
 BGH, 07.10.2008, XI ZR 89/07, in NJW, 2008, 3700
 BGH, 22.03.2011, XI ZR 33/10, in BGHZ, 189, 13
 BGH, 22.03.2011 - XI ZR 33/10, in NJW, 2011, 1949
 BGH, 5.4.2011, in ZIP 19/2011.
 BGH, 11.9.2012, XI ZR 476/11, in BeckRS, 2012, 2103
 BGH, 19.3.2013, XI ZR 431/11, in BeckRS 2013, 6896

Oberlandesgerichte

OLG Koblenz, 22.03.1996, Az.: 8 U 1120/95, in WM, 1996, 1089
 OLG Düsseldorf, 06.12.1996, in BB, 1996, 1904
 OLG Braunschweig, 04.12.1997, 2 U 86/97, in NJW-RR, 1998, 626
 OLG Nürnberg, 28.01.1998, 12 U 2131/97, in WM, 1998, 378
 OLG Düsseldorf, 26.06.2001, 21 U 27/01, in NJW-RR, 2002, 1051
 OLG Karlsruhe, 29.11.2001 - 19 U 86/01, in WM, 2002, 1295
 OLG Nürnberg, 19.12.2001, 12 U 2976/01, in ZIP, 2002, 611
 OLG Stuttgart, 15.12.2005, 13 U 10/05, in WM 2006, 1100
 OLG Hamburg, 02.08.2006 - 1 U 75/06, in ZIP, 2006, 20
 OLG Frankfurt 9.12.2009, 23 U 2/09, in www.dejure.org
 OLG Hamm, 3.3.2010, 31 U 106/08
 OLG Bamberg, Urt. V. 7.6.2010 – 4 U 241/09, in BKR 7/2010.

Landgerichte

LG Frankfurt a. M., in ZIP, 2009, 184